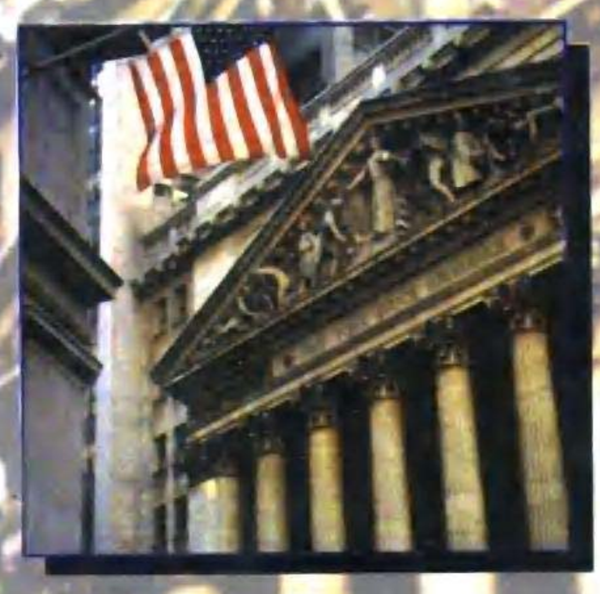
New York Institute of Finance

美国资本市场运作译丛

共同基金运作

［美］阿尔伯特·J·弗雷德曼
鲁斯·瓦尔斯 著

刘 勇 伊志宏 等译



清 华 大 学 出 版 社
西蒙与舒斯特国际出版公司



New York Institute of Finance

美国资本市场运作译丛

共同基金运作

[美] 阿尔伯特·J·弗雷德曼
鲁斯·瓦尔斯 著

刘 雷 伊志宏 等译



清 华 大 学 出 版 社
西蒙与舒斯特国际出版公司

(京)新登字 158 号

图书在版编目(CIP)数据

共同基金运作/(美)弗雷德曼,(美)瓦尔斯著;刘勇等译. --北京:清华大学出版社,1998
(美国资本市场运作译丛)
书名原文:How Mutual Funds Work
ISBN 7-302-02811-7

Ⅰ.共… Ⅱ.①弗… ②瓦… ③刘… Ⅲ.共同基金-概论 Ⅳ.F830.45

中国版本图书馆 CIP 数据核字(98)第 01426 号

出版者:清华大学出版社(北京清华大学校内,邮编 100084)
因特网地址:www.tup.tsinghua.edu.cn
印刷者:北京市清华园胶印厂
发行者:新华书店总店北京科技发行所
开 本:850×1168 1/32 印张:10.375
版 次:1998 年 2 月第 1 版 1998 年 2 月
书 号:ISBN 7-302-02811-7/F·171
印 数:0001~8000
定 价:18.80 元

内 容 简 介

该书是一本简明实用的共同基金运作管理及投资指南。全书共分18章，主要介绍了共同基金的类型、业绩、管理、风险、费用，以及如何选择投资对象，应付市场波动与基金投资服务等内容。该书以投资者个人为主要服务对象，文字通俗易懂，内容具体实用，具有较强的可操作性，是一本很好的共同基金投资入门书。

该书适合广大投资者及研究者阅读，也可作为财经类院校相关专业的参考教材。

How Mutual Funds Work

Albert J. Fredman, Russ Wiles

Original English Language Edition Published by Simon & Schuster.

北京市版权局著作权合同登记号：01-97-0630号

《美国资本市场运作译丛》总序

资本市场是现代市场经济中市场体系的重要组成部分，它具有加速资本运营、盘活资本存量、提高资金融通效率等重要功能，从而有利于社会资本的优化配置。我们要加快基础产业建设、发展高新技术产业、调整企业产权形式和组织结构、进行资产重组，除需要有长期性的资本投入外，更需要建立一种符合社会主义市场经济体制要求的资本运作机制，而发展和完善资本市场则是最好的途径之一。

从国际范围看，中国的资本市场是一个后发的、外生性的市场，伴随着中国的金融深化过程、金融的变迁和资本市场规模的扩大，资本市场的国际化已经越来越显著地成为中国资本市场的发展方向。但由于我国资本市场尚处于发展的初期阶段，属于一个年轻的市场体系，仍有许多问题亟待解决。因此，中国资本市场步人国际化进程不可避免地要借鉴国外的成功经验。

国际资本市场运作的历史经验告诉我们，发达而完善的资本市场对国民经济的发展具有积极的促进作用，不发达的资本市场必然制约市场经济的发展，而看似繁荣却发育不良的资本市场则会扰乱市场经济的正常秩序。

毋庸置疑，在积极发展中规范我国的资本市场已是当务之急。

正是基于上述认识，在西蒙与舒斯特国际出版公司的友好合作下，我们组织翻译了这套有关美国资本市场运作的丛书。这套丛书比较全面、系统地介绍了美国股票市场、期货市场、期权市场、债券市场、市政债券市场及共同基金运作的具体理论与实践。需要指

出的是，该套丛书所讲述的是基于200多年发展历史的美国的资本市场，其无论在市场组织、管理、运作等方面，都相当先进与健全，它的成功经验对我国资本市场的建设与发展具有重要的借鉴意义，但其中的部分内容对我国读者来说可能具有一定的超前性。希望读者在阅读过程中，根据我国的具体特点进行比较研究。

本套丛书由中国人民大学贸易系李金轩教授总策划并任主编，约请的译者是从事相关专业教学的副教授及讲师，也包括部分博士及硕士研究生。丛书的翻译原则是："适当的译者翻译适当的作品。在尊重原著的前提下，力争文字流畅，通俗易懂。"值得一提的是，该套丛书原著的写作风格较为独特，语言风趣幽默，文风朴实。由于丛书的每位作者均具有从事资本市场运作多年的实践经验，并担任一定的重要职务，因此，所采用的资料翔实可靠，案例真实、生动、有趣。作为教材，它可使学生掌握较为系统的相关专业知识；作为普通读物，它可使读者轻松进入作者所描绘的由形形色色人物与场景交织而成的资本市场的立体空间。

总之，《美国资本市场运作译丛》如能对我国相关专业市场运作起到积极作用，为广大投资者提供一点启示和帮助，那将达到翻译本套丛书的目的。

亲爱的读者朋友，欢迎您对本套丛书提出宝贵意见。

清华大学出版社经管图书编辑室

1997年9月

译 者 序

共同基金这种新兴投资方式的出现，是市场经济特别是证券市场高度发达的必然结果。面对各类证券数量的迅速扩张和投资风险的不断加大，个人投资者对共同基金的依赖性逐渐增加。这是因为：共同基金将众多小额的资金汇集起来，积少成多，能从规模经济中获益；专业化的投资技术和管理加上广泛地在各种证券上分散投资，可以大大降低投资风险，取得稳定的长期收益；共同基金不像封闭型基金那样必须在股票交易所内上市交易，而是经由遍布全国的销售网络，投资者可以随时买进，也可以随时要求赎回，因而投资具有极强的流动性。

本书是美国加州大学金融学教授阿尔伯特·J·弗雷德曼(Albert J. Fredman)和《亚利桑那共和报》商业专栏记者鲁斯·瓦尔斯(Russ Wiles)合著的。该书主要包括共同基金的类型、业绩、管理、风险、费用以及如何选择投资对象、应付市场波动与基金投资服务等内容。

总的来说，这本书有以下几个特点：

1. 内容丰富翔实，基本上覆盖了投资共同基金所可能遇到的种种情况，书中专门用一章篇幅对投资者关心的各种问题予以解答，这尤其适合那些希望对共同基金作全面了解的读者阅读。

2. 本书不属于抽象性较强的理论专著，而是带有一定启蒙色彩的普及读物，深入浅出，逻辑严谨，行文流畅生动，并辅之以大量的案例和图表，通俗易懂。

3. 本书也涉及到了一些学术研究的前沿性问题，譬如：在评价基金投资风险中标准差、β值、R^2值的实用价值以及市场有效性理论等。读者在阅读本书后不难发现哪些是目前共同基金研究较

为热点的问题。

随着我国经济商品化、货币化进程的发展和我国社会主义市场经济体制的确立，逐步发展和完善的证券市场将在其中发挥越来越重要的作用。因此，可以预料，共同基金在我国产生和发展也将是为期不远的现实。本书中译本出版后，无疑会有助于我国的读者了解和认识这一新生事物，进而为其发展奠定一个良好的舆论基础。

中国人民大学工商管理学院的李金轩教授、马龙龙副教授在本书的翻译过程中给予了大量的指导和帮助，谨向他们表示感谢。

本书的翻译人员（按章节顺序）：伊志宏（第一、二、五、六章），王洪耘（第三章），杜永良（第七、八、九章），刘勇（第四、十、十一、十二、十三、十四、十五、十六、十七、十八章以及前言、术语汇编和附录一、二、三、四）。全书由刘勇总纂。由于译者水平有限，译文中的错误难免，敬请读者批评指正。

译　者

1997年10月于北京

英文版序

共同基金投资热是不可阻挡的一种潮流。在不到10年的时间里，投入共同基金业中的总资产已从不足1000亿美元爆炸性地增长到16000亿美元。随着美国人口激增的年轻一代从长时间任意消费到不得不开始面对筹集养老金和儿女教育费用所致的严重挑战，共同基金投资者的数量也在相应地增长。

然而，仅仅下决心要投资并不能保证投资目标的实现。虽然共同基金所能提供的便利性、分散性和专业管理是绝大多数投资者必然的选择，但也有一些人只有经历一段时间后，才能真正懂得共同基金是实现其预定投资计划最理想途径。这正是阿尔伯特·J·弗雷德曼和鲁斯·瓦尔斯合著的《共同基金运作》一书的初衷。

弗雷德曼教授良好的理论基础和瓦尔斯先生作为一名职业记者广泛与众多基金经理人、投资顾问和个人投资者接触的经历，是该书针对日趋复杂的共同基金投资这个主题所具有的两大优势。正是这种优势的结合，作者对诸如“R^2值”和“有效市场理论”等一些深奥的学术名词给予了不仅便于理解，而且还非常实用的解释。

通过将β值及标准差等理论概念与共同基金投资行动计划相结合，《共同基金运作》一书不仅能指导投资实践，而且对理论研究也有一定的借鉴作用。在书中，弗雷德曼和瓦尔斯将最好的学术研究成果介绍给读者，澄清了许多容易引起误解的假设；通过现实投资实践的检验，使投资者得以了解那些对自己真正有用的理论。因此，该书是为数不多将投资研究的前沿领域与现实生活中投资者的切身利益成功结合的著作中的一本。

最后，应当说评价共同基金的标准只有一条：即它们能不能帮助投资者实现其投资目标。如果用此标准来衡量这本书，我想回答

一定是响亮的“能”。《共同基金运作》一书中既没有提供即刻致富的捷径，也没有警告不得投资高风险基金。该书的内容设计全面、富有才华，必将对那些抽出时间阅读本书的投资者带来极大的回报。

芝加哥　晨星公司

出版人　唐·菲利普斯

作者前言

共同基金产业的发育和成熟是20世纪最大的投资成功故事。最早的开放型基金产生于1924年，那年马萨诸塞投资者信托基金和政府街道投资信托基金开始启动运作。但是直到20世纪70年代，随着货币市场基金和电话转换的引进，共同基金业才真正得以发展。

自80年代初以来，基金、股东帐户、总资产等数量的大幅度增长简直就是一个奇迹。基金族或基金集团的数量越来越多，规模也越来越大。目前，大约有370家基金族。

为满足公众不断增长的投资需求，这些基金公司推出了种类繁多的投资产品。只要有需求，就会有相应的共同基金或者很快就会有。目前，分别有投资于可变利率抵押权、垃圾债券、零息票债券、可转换证券、金矿公司股票、日本股票、欧洲股票、小企业股票、市场指数、公用事业股票、德克萨斯市政债券以及其他证券的共同基金。即使是同一类型中的共同基金，也会有不同的投资导向。

随着基金类型的增加，基金收费方式也发生了一些重大的变化。如今，基金是否有负担或收取销售费用这个特征已常常不太鲜明。伴随12b-1费用或有延缓销售费用的引入和基金股票种类的多样化，基金的费用构成日益复杂。尽管我们倾向于纯粹的不收费基金，但是收取佣金的基金也有一席之地，并可能是某些投资者的最佳选择。收费基金确实要比其他类型的基金有更好的投资效果。

正如投资者所能预料到的，与共同基金领域内的增长相伴而来的是某些必然的迷茫和痛苦。不知道自己正在买什么甚至付出

什么的人简直太多了。投资者面临如此众多的投资对象，选择错误就意味着风险。除了投资那些不适合自己且成本过高的基金之外，人们也会选中业绩较差的基金。实际上，并不是没有平庸的共同基金。

鉴于此，共同基金领域内的迅速增长和日趋复杂，吸引我们完成《共同基金运作》这本书。我们感到要澄清有关共同基金的若干疑惑和误解，需要进行广泛而深入的探讨。金融学教授和金融记者的背景决定了我们没有多少具体的实战经验向读者提供。我们只是希望能给读者准备一本组织合理、可读性强、揭示那些有投资价值基金内在奥秘的指南性读物。

我们认为本书既适合那些自己亲自操作投资的投资者阅读，也适合经纪人和财务策划人的顾客阅读。毕竟，只有信息灵通的投资者才能搞清楚他们的投资专家是否称职。

投资共同基金要取得成功，充分领悟股票市场和债券市场如何运作至关重要。投资者需要明白是什么导致价格变动，分析如何辨别市价在什么时候偏低。这也正是《共同基金运作》一书将大量篇幅用于分析那些基金投资的各种证券的原因所在。

本书其他的主题还包括：报酬率和风险分析、共同基金分析、有效市场假说、国际投资、货币波动、收益率曲线、债券特征、市场时机选择、变动年金、投资者服务等内容。此外，书中还将共同基金与其他可替代的投资工具作了比较，尤其是封闭型基金、单位信托投资基金以及单个股票和债券。

我们也对投资者经常遭遇的一些风险进行了描述和分析。投资成功的一个关键因素是懂得哪些错误应当避免。读者将从书中了解到进出股市时的风险各有哪些。我们列出投资固定收入型基金之前应当知道的11种风险因素。简短的案例和大量的举例将对一些要点予以充分说明。在最后一章，我们将归纳出大量有关基金投资的常见问题，并给予相应的解答。

与其他一些共同基金的书籍不同的是，本书的目的不是为单

个基金作素描，也不指导投资者购买什么基金。**谁也不知道哪种基金的业绩在下一年、五年或十年里会最好**。金融世界中的事情极难预测。因此，我们在本书中提供的有关背景和分析工具将旨在帮助投资者在持续投资的基础上做出更好的选择，这无疑会使投资绩效得到不断的改善。

第一章

股票基金和财富积累



眼下，赚钱是件很流行的事情。问问俄罗斯人、匈牙利人和中国人就可以知道。投资当然是赚钱主要的内容。眼前暂时不用的现金可以拿出来干很多事情，从准备孩子今后的教育费用或安排家庭的购买计划到积累退休金。

投资者可以通过各种方式使其资产发挥作用，但管理良好、品种多样的普通股票基金是长期积累财富的最好选择之一。相对于任何债券投资特别是像短期国债或货币市场基金这样的短期债务工具而言，股票基金能获得高得多的长期收益，这已是被文献很好证明了的事实。

由于美国已不再统治世界市场——无论是经济方面还是金融方面，因而外国股票能给投资者带来更多的长期收益。退休基金的经理人比较了解这方面的情况。作为一个机构，他们正在把越来越多的资金投向美国以外的企业。对于想到海外市场购买股票的个人来说，共同基金是一种理想的工具。

在过去几十年的时间里，共同基金极为流行。根据投资公司协会(ICI)的统计，目前有1.6万多亿美元的资金投在约4000种股票、债券和货币基金的基金世界中。每4个家庭就至少拥有一种基金。目前，共同基金帐户的数量已经超过了7200万个。

本书旨在向读者提供足够的背景，使其能从几千种基金中挑选出最合适、最好的基金。这就需要人们对基金所持有的证券以及基金本身有所了解。同时，还要熟悉不同基金所具有的多种风险和“陷井”。只要努力，任何人都有能力建立一个由高质量基金组成的投资组合，并不断对其进行检验。

《共同基金运作》一书向人们详细介绍了共同基金世界中最有希望也是人们最感兴趣的东西——股票基金。表1-1是里普分析服务公司(一个分析基金投资业绩的公司)计算出的过去20年、25年、30年内股票基金和固定收入型基金的投资结果。虽然这30年经历了大牛市和大熊市以及某些政治的和经济的创伤，股票的年平均投资回报率仍达11%。很明显，长期来看股票基金的平均收益要高于固定收人型基金，并且短期也是这样。尽管股票市场收益在两三年或者更短的时间内可能很不稳定，但随着时间的推移会逐渐趋于平稳。

表1-1　股票基金与固定收入型基金的长期业绩对比

时间	30年	25年	20年
股票基金	11.0%	10.2%	11.6%
固定收入型基金	7.8%	8.1%	8.7%

注：数字为全部再投资业绩的复合年平均数。时间截止到1992年12月31日。

资料来源：根据里普分析服务公司最高级会议(新泽西)提供的资料编辑。

对于大多数投资者来说，管理良好的股票基金为其在股票市场上取得成功的长期投资提供了最好的机会。年轻的投资者由于还有很多年可以积累财富，因而有着天然的优势，但不幸的是，有些人因为过于贪婪而犯下轻率的、代价很高的错误。其实他们需要做的事情只是承担适度的风险，让时间来为其效力。

股票投资对很多老年人也非常重要。现在人们的寿命比过去延长了，为了对付通货膨胀就需要某些保护措施。一种管理良好的

股票基金可以为对付长期通货膨胀提供可靠的保值手段。例如，30年内股票基金每年的投资回报率每年平均为11%，而消费价格指数平均上涨了5%。一般来说，波动程度较低的收入导向型股票基金比较适合退休者，特别是当它与某些债券投资和现金资产结合起来的时候，更是如此。

尽管我们对股票基金持有明显的偏好，但还是在第八、九、十、十一章对各种债券和债券基金——包括其风险进行详细阐述。固定收入型投资在高度分散化的基金中发挥着重要的作用。由于免税债券基金越来越受投资者的青睐，我们对其也给予特别的关注。

市场时机选择是一种既可以用于股票基金，又可以用于债券基金的投资方法。市场时机选择者常根据其预期的变化，从一种资产转至另一种资产——通常是从风险性投资转到“现金”上或者再转回来。虽然市场时机选择并不像“购买并持有”投资策略那样被广泛接受，但支持者们仍然非常忠诚地接受它。这一有争论的主题我们将在第十二、十三章中进行探讨。

众所周知，尽管在三个主要的资产种类(股票、债券、货币市场证券)中股票投资最具盈利潜力，但其同时也伴随着很多风险。事实上，人们在选择不当和管理不良的股票投资上所得到的回报，比把钱放在床垫下或者存入银行要糟糕得多。股票的表现经常出乎人们的意料，它们并不总是按其持有者的意愿去做。

那些在一段时间里仅仅能够实现盈亏平衡的股票或股票基金实际上正处于亏损状态。这是因为有一种“机会成本”促使投资上涨、下跌或在开始的地方徘徊。比如，一笔1万美元的资金投在回报率为7.2%的低风险工具上，10年后会翻售成2万美元。因此，投资者在投资领域中要想保持盈亏均衡，就必须不断地取得更多的盈利。

然而，要取得盈利的首要任务仅仅是不要亏损。用大量时间投机一些单个股票是一种最简易的盈利方法。巨大的损失会使投资

者陷于困境,令其金融前景黯然失色。积累财富需要判断力、时间和耐心。投资业绩至少应该像主要的股价指数那么好。因而,应当广泛关注各种衡量市场的尺度,比如标准普尔500种股票价格指数、拉塞尔2000种股价指数、威尔雪5000种股价指数、价值线复合指数、摩根斯坦利欧洲指数、澳大利亚指数、远东指数等。

一、复利的力量

投资成功的关键是在一个较长的时期内取得出色的回报。其中,复利是最重要的因素。在投资领域里,时间的作用极其重要,财富会随着时间一点点地稳固积累起来。表1-2显示了在不同的时间段和不同的回报率下以复利计算投资1美元的结果。从中可以看到,在10%的回报率下,1美元投资40年后可以得到45.26美元。而10%大约就是股票基金长期的投资业绩。

表1-2　按复利计算1美元初始投资的作用　　单位:美元

投资回报率	投资期限(年)			
	5年	10年	20年	40年
4%	1.22	1.48	2.19	4.80
6%	1.34	1.79	3.21	10.29
8%	1.47	2.16	4.66	21.72
10%	1.61	2.59	6.73	45.26
12%	1.76	3.11	9.65	93.05

一次性地进行大量投资当然不错,但是通过经常性的储蓄计划可能会取得更好的投资业绩。按月、按季或按年在一个共同基金中存入适量的资金可以产生惊人的奇迹。另外的一个好处就是,这些逐渐储存起来的资金不会对日常消费和投资产生多大影响。表1-3反映了按表1-2的相同回报率在相同时期内,每年投资1美元

所产生的效果。

表 1-3 按复利计算每年投资 1 美元的作用　　单位:美元

投资回报率	投资期限(年)			
	5 年	10 年	20 年	40 年
4%	5.42	12.01	29.78	95.03
6%	5.64	13.18	36.79	154.76
8%	5.87	14.49	45.76	259.06
10%	6.11	15.94	57.27	442.59
12%	6.35	17.55	72.05	767.09

在 10%的回报率下,每年投资 1 美元 40 年后可以得到 442.59美元。以同样的利率每年存 1000 美元,40 年后可以得到 442590 美元。

投资者不应该轻视复利的作用,特别是那些想为退休生活而储蓄的人们。一些研究表明,退休金是很多共同基金投资者的最终投资目标。使投资在较高的回报率和较长的时间里发挥作用,会积累起大量的现金。

例如,假设贝斯——一个 25 岁的秘书,在其后的 30 年中每年年初投资 2000 美元。进一步假设她把钱存在一个每年投资回报率为 10%(这正是标准普尔 500 种股价指数历史长期的年平均水平)的股票基金中。此外,还假设贝斯使用的是可以避税的退休金计划,因此她的储蓄中包含有递延税款。通过计算,我们发现,30 年后她的存款会达到 361887 美元。

下列关于复利的情况,值得考虑:

1. 额外增加几年投资时间会使最终效果截然不同。如果贝斯的 30 年投资期再增加 7 年,她的存款就翻倍为 726087 美元。

2. 在收益方面看来很小的增长也会导致令人惊奇的结果。如果贝斯的投资回报率从 10%提高到 12%,其帐户就会从 361887

美元增加到 540585 美元，增加幅度将近 50%。

3. 如果把上述两个因素结合起来，投资回报率提高 2 个百分点，投资时间增加 7 年，贝斯的最终资产将达到 1217661 美元，是基于我们最初假设计算结果的 3 倍多。

二、共同基金的特性

投资者当然没有必要一定用共同基金作为长期积累财富的手段，但是共同基金所独具的某些特性使其成为非常好的投资选择。

一种共同基金是各种股票、债券或其他有价证券的投资组合，一般由专业的资金经理人或者在某些情况下由管理集体来经营。基金必须在证券交易委员会注册并且要符合诸如那些包括在《1940 年投资公司法案》之内的要求。这些规则虽不会保证一种基金一定会盈利，但却可以提供某些安全保障。

共同基金还被认为是开放型基金。这正是因为它随时准备向那些打算加人基金的投资者发行新股，其价格可以是现价也可以是资产净值加所有的前收费用或销售费用；同时，它还必须随时准备从投资者手中回购或赎回基金股票，其价格是基金资产净值减去所有的后收费用或赎回费用。资产净值是以市场收盘价为基础每天计算一次。它随基金所持证券价值的变化而波动。表 1-4 是一种假定基金资产净值的计算过程。投资者也可以通过每天查阅报纸上的共同基金报表来了解个别基金的价格或资产净值。此外，也可以直接给基金公司打电话来获得这些信息。

通过计算资产净值每天变化的百分比，投资者可以很好地了解某种特定基金相对于其他基金和像标准普尔 500 种股价指数这样的市场指数是如何波动的。但是，基金资产净值的长期变化和某种股票价格的多年变化并不具有相同的意义。事实上，资产净值的长期趋势只在某些个别情况下才有意义。由于这个原因，基金的资

产净值与股票价格尽管很相似，但并不完全一样。

这个问题还可以从另一个角度来考虑。假如某种股票基金从未出售过任何所持有的股票，那么在若干年里其资产净值的变化会准确地反映所持股票的表现。然而，没有一家共同基金不在出售所持股票并取得损益。为了与国内税务局的要求相一致，资本净利得必须定期分配给基金的投资者。在资本利得分配以后，资产净值就会下降，下降的幅度等于每股分配的利得数量。

表 1-4　资产净值的计算

现金及等值财产	200000 美元
持有股票及其市价	
10000 股 A 公司股票，每股 50 美元，计 500000 美元	
20000 股 B 公司股票，每股 30 美元，计 600000 美元	
50000 股 C 公司股票，每股 80 美元，计 400000 美元	
股票总市值	1500000 美元
总资产	1700000 美元
减去负债	100000 美元
净资产总值	1600000 美元
实际发行的基金股份	100000 股
每股资产净值	16.00 美元

注：资产净值通常在每天闭市后计算。首先，要计算所持股票的总市值，加上基金的现金和等值财产，减去负债（包括应计费用），就是净资产总值，再除以实际发行的基金股票总数，就得到每股资产净值。

与净资产总值一样，实际发行的基金股票数每天都在变化。如果新投资者的资金净增加，那么现金与基金股票都会增加。如果发生净赎回，情况则相反。

这样，由于收益分配的缘故，投资者不可能像监视股票价格运动那样及时跟踪若干年里基金资产净值的变化。为了解基金的运

作，投资者必须分析它的复合年报酬率情况，这是件很容易做到的事情。我们将在第三章解释其分析过程。

美国约有370个不同的基金集团或基金族，其中大多数都提供至少几种不同类型的基金，以供投资者选择。货币市场基金曾在70年代中期非常流行。这种基金通过在股市或债市困难时期向投资者提供安全的存钱场所，因而刺激了基金族的发展。最小的基金族包含一种货币市场基金和两种其他基金——一般是一种股票基金和一种债券基金。大多数基金族的规模较大，有些甚至很庞大。为了跟上竞争对手的步伐，基金族需要不断发展，不断推出新产品来吸引更多的投资，从而不至于在竞争中落伍。

投资者可能听说过一些大的基金族，包括美国基金、德雷弗斯、费德里提、富兰克林、迈瑞尔·林奇、特·罗华价格、普特那姆、范加德等基金。规模较大的基金族经常向投资者提供定期的业务通信或其他教育材料。在某些基金族中，所有的基金都遵循同一独特的投资观念。比如纽伯格-伯曼基金族采用与市场趋势相逆而行的价值导向型投资方法，而二十世纪基金族则主要关注那些表现出较好的收益增长势头的成长型股票。

共同基金的组织

需要重点强调的是，每一种共同基金——无论是独立的还是属于某一基金族——都是一个独立的企业。共同基金的基本组织结构为投资者提供了某些内在的安全保证。其要点如下。

股东所有权　共同基金是由成千上万个个人股东拥有的公司或信托机构。基金投资风险的承担者是股东而非基金经理公司。

董事会　董事会成员经股东选举（或再选举）产生，主要负责基金的全面管理并对经理公司或投资顾问给予密切监督。董事会每年负责投资顾问聘任及合约的展期或解除。美国证券交易委员会要求，董事会必须有一定数量的独立或外部成员。

经理公司　负责管理基金日常事务的经理公司，通常就是组织基金运作的同一个机构。典型的经理公司也充当投资顾问，为基金的投资组合买卖证券。

顾问　这些人根据招股说明书或股东合同上所说的目标来经营基金的证券。投资顾问在一年中收取少量费用，这些费用直接从证券中扣除。正是这种管理费而不是销售费用使得基金公司能够保持营业。其收费标准一般在每年 0.5%～1%之间。正如我们要在第五章讨论的那样，大多数的销售费用是归出售基金股票的经纪人及其所属机构。

独立保管人　基金的资产（股票、债券及现金）由独立的第三者，通常是银行或信托公司保管。这种制度可以保护投资者的财产免于被基金经理公司侵吞。保管人还负责基金证券交易的收款和支付。而投资顾问则仅仅代表基金进行股票或债券的买卖。

过户代理人　过户代理人负责处理基金股票的售出和赎回、保存股东记录、计算每月的资产净值及进行股息和资本利得的分配。过户代理人通常是某家银行或信托公司。一些基金族自己也充当过户代理人。

主要承销商　承销商帮助把基金股票分销给投资公众。承销商可以作为批发商，把基金股票卖给证券经销商，后者再将其出售给广大投资者；也可以作为零售商直接把基金股票卖给社会公众。

开放型基金必须与公开交易的投资公司区别开来。后者通常被认为是封闭型基金。封闭型基金属于专业化管理的分散型基金。与普通股票一样，这种基金的股票是在股票交易所或者某些特殊情况下在场外交易市场进行交易。

封闭型基金的规模比开放型基金要小得多。此外，与开放型基金相比，封闭型基金既不准备发行新股也不赎回已发行的股份。因此，其资产一般比较稳定。但是，由于其价格波动浮动幅度较大，与资产净值不一定相符，因而风险要高于开放型基金。在某些情况

下，其价格甚至会跌到资产净值以下很多。

富有经验的封闭型基金投资者善于寻找那些目前正在打折出售但预计折扣会缩小甚至会有溢价出现的基金股票。

共同基金的优势

那些有时间、有能力分析企业经营业绩的投资者，可以自己挑选个股来取得较好的投资收益。但对大多数投资者来讲，共同基金可能是一条更好的途径。比之直接拥有，共同基金具有一些很重要的优势。

1. 多样化。这是一种把鸡蛋分散在多个篮子里的思路。分散性较高的基金至少由 12 种股票构成，包含的特定企业风险或随机风险甚低。在规模较大的基金中，投资组合中含有的股票在 12 种左右到几百种之间不等。即使有几种股票受挫，分散型基金也能运转良好。其他股票会比预期表现得更好，从而弥补那些受挫股票带来的损失。

2. 连续的专业化管理。共同基金由一些富有经验和专业技能的专家进行管理。它们的业绩可以通过定期考察获得的总报酬率来判断。业绩不良者会被替换掉。大部分的基金经理人和管理团体都拥有优良的业绩记录。正如我们要在第三章中所讨论的那样，选择好基金的关键之一是挑选最好的基金管理。

3. 较低的营业费用。由于共同基金是大规模专业化管理的证券投资组合，相应地会比个人投资者（甚至那些与收费最低的贴现经纪人打交道的人）支付更少的交易佣金。在巨额的股票交易中，共同基金每股可能只付几分钱，而同种股票个人投资者则会是 50 美分甚至更多。显然，较低的交易费用可以导致更好的投资业绩。

4. 股东服务。共同基金族提供很多有用的股东服务措施。其中，最重要的一项就是为那些想再投资的人就分配的收益进行自动再投资。当股息和资本利得被用来追加购买基金股票时，投资者

就可以更快地积累财富。个股的投资者经常更倾向于取出股息用于消费。许多基金都设有系统的提款计划，这对退休者非常方便。其他一些重要的服务包括：自动投资计划、退休金计划、为应税而准备的交易记录以及通过电话转换基金投资。

5. 流动性。流动性首先指的是一种财产比如股票、债券、共同基金或封闭型基金买卖的速度及难易程度。其次是指交易发生时价格受到的负面影响较小。比如说，如果投资者想尽快卖掉5000股流通量很小、交易清淡的股票，就不得不在价格方面做出较大的让步。

在很多情况下，共同基金比个股或封闭型基金具有更强的流动性。大量的资金可以终日根据基金的资产净值，加上销售费用或减去赎回费用进行投资或赎回。而且，投资可以在诸如股票基金与货币市场基金之间以很低的费用或免费进行转换。

但从另一方面来看，共同基金的流动性并不总是很强。例如，不是所有的基金都提供电话转换服务，也不是所有的投资者都签约享受这种服务。在这种情况下，赎回基金股票就需要时间，而且有些不方便甚至麻烦。在第十六章中，我们将对此进行更详细地解释并且指出如何有效地赎回股票。

6. 防止不道德行为而造成的损失。如果某基金拥有的资产价格下跌，该基金的投资者肯定会遭到损失。但由基金经理公司卷入到欺诈、丑闻或破产中而致损失的可能性则很小。共同基金公司通过把投资风险分散给广大投资者，回避了上述问题。而这类问题恰恰正是那些与储蓄机构、银行、保险公司等打交道的投资者最感头疼的问题。

正如上面所指出的，合法的组织结构、严格的联邦及州政府的管理为共同基金提供了重要的安全保障。例如，禁止自我交易；经理公司和其他附属机构不能参与某种类型的交易，比如出售它们想转手给基金的股票。最根本的一点是，共同基金的内在风险通常

是由股票或债券市场的波动而非不正当经营行为引起。

尽管共同基金有许多优点，但它们并非对每个人都适合。批评者认为基金投资者对选股不能发表任何见解，因而令人乏味。换言之，投资者没有机会像投资个股那样来寻找华尔街的未来投资热点。

这种论点是有道理的。有些人确实因为选对了股票而发财。但与此同时，也存在着亏本的危险。一家很有前途的企业由于突然陷入困境而使其股票贬值，很可能会令不少投资者血本无归。由于高度的投资分散性和专业化的管理，股票基金发生这类事情的机会则要少得多。

三、股票：股票基金的组合模块

要了解股票基金，必须从头由股票本身开始。很多年以来，投资者提供了大量评价企业经营业绩的方法。最普遍、最常用的几种标准如下：

1. 价格收益比率。即股票价格除以过去 12 个月企业的每股收益(EPS)。如果一种股票的交易价格是 25 美元，过去 4 个季度的每股收益为 1.25 美元，则其价格收益比率(P/E)为 20(25 美元/1.25 美元)。更准确地说，这一指标是历史价格收益比率。股票分析家们常常用预期的而不是过去的收益来计算，特别是对那些成长型股票，这就使股票价格显得并不很高。预期价格收益比率是用现价除以下年的每股收益预期值。

价值型投资者寻找那些以较低的价格收益比率进行交易的股票，而成长型投资者一旦认为企业的利润会快速增长，则不在乎价格收益比率的高低。

各个共同基金还计算平均的价格收益比率。这会使投资者明白如何来对全部的投资组合估价。成长型基金可能比收入导向型

基金的平均价格收益比率要高。在第四章我们将进一步论述这一问题。

2. 股息支付率。它是指企业每年公布的每股现金股息与每股收益的比率。其范围可以从0到100%。一种公用事业股票每5美元收益支付4美元股息，其股息支付率为80%。规模较大的工业股票的股息支付率平均超过50%。而典型的公用事业股票的股息支付率则要更高。然而，股息支付率越高，为了未来的增长而用于投资的利润越少因而股息增长的空间也就越小。

3. 股息收益率。即每年分配的股息与股票价格的比较。例如，一种公用事业股票的股息为4美元，每股售价为50美元，则股息收益率为8%。当价格收益比率不变时，股息收益率随股票价格水平的波动而波动。当价格收益比率普遍较高时，股息收益率就会较低。

股票的种类

股票可以被归纳为几种主要类型。这只是大体的分类，一种股票可能同时适合两种以上的类型。比如，蓝筹股可能被归入成长收入型股票以及防御型股票；一种成长型股票也可能为被归入投机性股票中。

蓝筹股　指一些高质量的企业股票。这些企业一般规模较大、历史较长，为社会所公认，像那些道·琼斯工业平均股价指数所代表的企业，如可口可乐、通用汽车、通用电器等。由于具有相当高的股息支付率，蓝筹股常常被认为是收入型股票。有些股票，比如通用汽车，可能具有很强的周期性。标准普尔500种股价指数所包括的很多企业股票也被认为是蓝筹股。

收入型股票　这些成熟的大企业支付丰厚的股息收益。道·琼斯30种工业股票的股息收益率一般在3%～6%。尽管股息不像债券利息那样有保证，但许多公用事业股票的股息收益率仍与

某些债券的收益率相差无几。这也正是分散化投资和专业化管理对于那些对收入导向型基金感兴趣的投资者至关重要的原因所在。

成长型股票 这些企业的特点是资本和收益的增长高于平均速度。由于每个企业为业务扩展而将其收益用于再投资，因而成长型股票一般支付很少甚至不支付股息。这类股票涵盖了许多规模、年龄及成长率不同的企业。当然，股票的预期成长率越高，所拥有的风险也就越高。预计的成长率越高，公司的风险越大。最让人心动的股票有时会出现总体价格过高的趋势——以40，60，80甚至更高的价格收益比率成交。不言而喻，这使其具有一定的投机性。

新兴成长型股票 包括那些具有相当扩张潜力的小企业所发行的股票。如果有业绩记录的话，这种企业会很多也比较简单。其中，有些企业也仅是近几年里才成为上市公司的。在所有的股票类型中，新兴成长型股票能够提供最佳的成长潜力，但一般具有的风险也最大。因此，对于此种股票，共同基金的分散化投资和专业化管理就显得非常重要。

成长收入型股票 顾名思义，这类股票既提供股息，又具有资本增值的潜力。其成长性一般低于成长型股票的平均水平，而股息支付率与收入型股票的平均水平相比亦相形见拙。

周期性股票 指企业盈利随商业周期的变化而波动的股票。汽车制造业、资本品生产业、住宅建筑业等都属此类。

防御型股票 在经济衰退时，防御型产业中的股票具有较强的抗跌性，因而与平均水平相比，它的稳定性更高。典型的防御型企业提供消费者必需的产品或服务，例如食品、饮料、电力、通讯服务、药品等。

投机性股票 任何股票都可以属于这种类型。即使蓝筹股中最出类拔萃的股票，若以极高的价格收益比率成交（正如70年代

初很多股票所出现的情况），那么也会变成投机性股票。但是通常情况下，投机性股票指的是新兴成长型股票。许多这类股票具有较高的不稳定性，其收入、收益、股票价格不可预测。投机性股票的发行企业还会陷入过度负债之中。

四、投资者常犯的错误

虽然在过去的10年中共同基金极为流行，但仍有很多人喜欢直接向股票投资。只有当这些人在股票交易中做得不很成功，没有取得足够满意的投资结果时，他们才会重新考虑共同基金。毕竟，赚钱是永远不会令人乏味的事情。

多数投资者不擅长选股是因为他们常会犯一些共同的错误。其中，有很多错误可以通过共同基金避免或减少到最低限度。

错误之一：不合理的盈利预期

进取性过强的投资者如果过分高估盈利潜力或低估投资风险，那么实际上就是在投机（或者说就是赌博）。很多人在遭受损失时缺乏足够的思想准备。

错误之二：准备工作不充分

那些不愿或不能投入足够的时间来分析企业、产业和总体市场状况的投资者，会有较大的可能性犯代价很高的错误。即使是那些平庸的专业性资金经理人，兼职投资者也无法与其相比。

那些不了解共同基金投资目标、没有研究业绩记录或者忽视诸如费用过多这样潜在问题的投资者，也容易犯这种错误。实际上，有些共同基金也是蹩脚的残次品。

错误之三：投资分散性不足

不少投资者把全部的投资投向一种或很少的几种股票。他们面临着一些股票（如果不是大多数）在经济萧条时期下跌的风险。而那些投资目标各异的基金，其投资者则会自动地避免这种错误。

错误之四：在错误的时刻过于贪婪或胆怯

当市场因利空消息而急剧下跌的时候，很多投资者惊慌失措，在最低价位全部清仓。而实际上，这可能正是应当买进的时机。当市场接近牛市高峰时，投资者变得很贪婪，而这时恰恰应当减少持仓。一种优秀的共同基金几乎总是在行情看跌时进行反冲——而对谨慎的投资者来说，这是一种很重要的投资再保险措施。

错误之五：根据亲戚朋友的小道消息投资

成功的投资者知道自己应当如何进行思考，而不会受善意的亲友的误导。多数时候，对那些跟踪企业动向的分析家们来说，某种股票的最新传闻至少已不是什么新闻了。

错误之六：当事情开始变糟时没有及时脱手以减少损失

对许多股票而言，下跌似乎比上涨更容易。在某些情况下，特别当股票是一种不引人注目的小股时，跌势好像永无止境。一种下跌了50%的股票，只有上涨100%时才能回到原来的价位。许多投资者不愿承认自己犯了错误，仍然紧握着手中的股票不放，希望情况有所改善。然而，事情往往却变得更糟。特别是如果下跌行情中还夹杂着企业本身的某些问题，那么买进这种股票的人们就会面临更头疼的事情。

尽管前面说过基金相比而言重新振作的可能性更大，但错误之六同样适用于那些投资于不稳定的基金的人们。关于这一点，后面还将有更多的论述。

错误之七：对股票市场没有进行长期的投入

那些渴望购买个股的投资者有时会采取极端保守的投资方式。他们认为只要握有储蓄帐户存折、货币市场基金、国库券、银行存款单之类的东西，就不会有资产损失。这是一种错误的逻辑。100%地投资于这些有"安全保障"的资产上面，会使长期投资不可预测。因为通货膨胀和税收不仅会吃掉投资收益，还会吞噬投资本金。而股票基金，包括那些投资外国股票的基金在内，则为成功的

长期投资提供了更好的机会。

错误之八：缺乏一个稳妥的投资计划

如果投资者能避免犯这最后一种错误，那么出现前面七种错误的可能性相应地就会减少。成功投资是件很严肃的事情，需要一个深思熟虑的投资计划。设计这个计划，投资者应当考虑以下问题：

· 自己处于生命周期的哪个阶段？

· 自己的财务目标是什么？

· 自己的风险承受能力如何？

· 自己过去的投资业绩怎样？

· 自己每个月存有多少钱？

· 自己是否充分利用了税收优惠的退休金计划？

· 在流动资产、债券、股票、房地产及其他项目上如何安排投资结构？

一个好的财务计划需要考虑复利的影响，并且充分估计在各种条件下的投资终值水平。

五、结论

分散型股票基金提供了对付长期通货膨胀的上好防护手段。当今社会，由于人们的寿命逐渐延长，退休提早，股票投资便显得尤其重要。要了解股票基金，投资者首先必须熟悉它们所代表的不同类型的企业的特点。

股票投资的“获胜”，意味着在较长的时期内取得至少与主要的市场指数同样好的投资业绩。如果投资者能克服常见的一些投资错误，那么就沿着正确的方向迈出了第一步，也是最大的一步。

第二章



股票基金类型

共同基金近年来如此受人们欢迎，以至于在数量上超过了在纽约股票交易所上市的公司。投资者可以发现各种具有不同投资风格、方法和目标的股票基金。那么从何处开始呢？人们可以通过许多不同的方式来了解基金和基金族。比如，可以阅读各种出版物中有关基金的广告或文章，像《华尔街日报》、《投资者商业日报》这样的大城市报纸和全国性金融报刊，以及像《贝龙》、《商业周刊》、《金融世界》、《福布斯》、《货币》等这样的出版物，或者美国个人投资者协会（AAII）的《美国个人投资者协会专刊》。有关基金及其经理人的情况还可以从《华尔街周》一类的电视节目中看到。或者亲朋好友也会不时谈到。但是，如何对--种基金进行检验并寻找到最佳的投资对象呢？

证券交易委员会要求基金每半年和每--年各准备并发表一次股东报告。年度股东报告提供的资料最详细，并且必须有独立的审计人员审核认可的财务报告。大多数基金还公布简要的季度股东报告。各种股东报告都列出基金的投资情况。

然而，一般来说，股东为了扩大其投资潜力而花费很多时间来分析基金投资组合中的股票是没有多大意义的。因为，大多数新发表的报告面市时就已经有点过时了，特别是那些交易量很大的基

金。当然，通过考察基金的主要持股情况，投资者至少可以确定其管理是否各司其职。例如，如果小企业基金ABC持有大量中型企业的股票及一些蓝筹股，那它实际上就不是其招股说明书中所声称的基金类型。股东报告还刊登有基金近期经营状况的汇总情况以及管理层对基金未来发展趋势的评论。

一、招股说明书

招股说明书是一种披露某些有关基金关键信息的法律文件。一般说来，股东报告比招股说明书读起来更有趣。但是如果投资者知道应当从招股说明书中寻找何种信息，这份文件至少能回答投资有关基金的大多数问题。美国《1933年证券法》规定：共同基金的承销商和证券商必须为潜在投资者提供最新的招股说明书。该文件至少必须每年更新一次。近年来，证券交易委员会简化了对招股说明书的要求，但多数时候阅读它仍然是感到冗长乏味。如果投资者想得到比招股说明书更详细的信息，可以查阅补充信息表，即所谓招股说明书的B部分。

投资者可以从招股说明书中得到如下资料：

1. 有关基金投资目标的详细解释；

2. 基金投资政策的描述。具体包括基金可能购买证券的类型、基金的资产分配如何变化、是否利用期货和期权套期保值及其利用的程度；

3. 投资限制或者说基金不能做什么。在这一项中应当包括对基金投资组合分散化程度的说明；

4. 股东的交易费用和持续费用。证券交易委员会要求在标准的费用表中把这些项目详细列出；

5. 根据每股收入、资本变动及比率表等资料说明基金历年的财务状况；

6. 详细讨论基金的投资风险；

7. 说明如何购买和赎回基金股票、包括初始和其后投资的最低限额；

8. 提供的股东服务情况，比如电话转换优先权、自动股票购买计划、提款计划、避税退休金计划等；

9. 有关基金的投资顾问及咨询费（也称作管理费用）的信息；

10. 基金保管人、过户代理人和股息支付代理人的姓名、地址；

11. 股息和资本利得分配的清单，以及对投资者可能面临的各种税收的讨论；

12. 有关基金族中其他基金的信息。

投资者在做其他事情之前，应当首先找出那些符合自己投资目标的基金。接下来就是根据某些标准，在给出的基金种类中挑出最好的基金。在这些标准中，最重要的就是业绩和费用。

本章重点讨论基金的投资目标。第三章集中论述每股收入和资本变动表、基金的投资业绩与管理等问题。第五章则侧重讨论费用表。

二、基金的主要投资目标

任何基金的主要投资目标都是下列三者之一。

1. 收入。这一目标强调稳定的股息支付；

2. 资本利得。这一目标侧重于通过基金所持股票的增值而增加基金投资本金的价值；

3. 收入及资本利得。该目标是上述两个目标的综合。

很多基金还将稳定或资本保全列为投资的附属目标。

当然，每种目标都有自身的缺点，投资者必须进行权衡。要想找到一种能同时提供丰厚收入和高额资本利得的股票基金实际上

是不可能的。投资者如果想得到最大的增值潜力，就不得不放弃眼前的收入。

再比如，最稳定的基金是资产全部投资于国债的基金。但它却不会提供增值潜力，并且与那些向风险较高但能产生高收入的证券比如垃圾债券投资的基金相比，股息收入也比较少。

然而，除了基金投资目标之外，投资者还必须考虑更多的事情。这意味着投资者必须决定自己怎样让经理人来实现这些目标。例如，一种成长型基金可以投资于美国股票、非美国股票或者两者的结合；可以利用也可以不利用期权；可以采取积极主动的投资策略，也可以采取被动的指数化策略。

招股说明书中包含有基金投资目标和投资政策等方面的内容，许多其他的研究资料也提供类似信息。比如，关于一种积极成长型基金，会有如下的描述：

"通过投资于普通股票寻求资本增值。属于非分散型基金。投资可能会集中于12种证券或者4个工业集团。有可能利用杠杆作用并且卖空所持有的证券。"

投资者可能就是从上述这样对投资目标的简单描述开始行动的。当投资者对一种基金越来越感兴趣的时候，就需要招股说明书了。

三、股票基金的分类

基金最简单的分类方法是将其分为股票、债券或货币市场基金。接着还可以对它们进行再分类。

根据投资目标，可以很容易地将股票基金分成十几种，而其相互之间的区别并不总是很明显。很多基金可以适用于两三种类型。要想完全有把握地知道如何对基金进行分类，就必须分析基金所持证券的情况。根据我们的目的，股票基金分类被集中列在表2-1

中。本章主要论述普通股票基金、混合型基金、专业基金和部门基金。指数基金和国际股票基金将分别在第六章、第七章中讨论。

表 2-1 股票基金分类

普通股票基金	
·积极成长型基金	寻求最大限度的资本增值。常常利用投机策略。
·小企业基金	投资于发行规模相对较小的企业股票。
·成长型基金	投资于社会公认的成长型企业，主要强调资本增值。
·成长收入型基金	投资于公认的、规模较大的且资本增值和收益潜力均比较可观的企业。
·股票收入型基金	集中投资于高股息收益率的企业股票。
其他股票基金	
·混合型基金	不是纯股票基金。有些带有很强的债券投资色彩和倾向。
·专业基金	具有特定的投资重点。比如，所持股票可能会被限定在那些符合某种道德标准的企业，或某一特殊的地理范围，或者某些特殊的行业。
·部门基金	一种侧重于向某一特定股票群投资的专门基金。投资通常限于那些属于单一行业(比如医疗健康)的企业。
·指数基金	持有与某种特定的股指如标准普尔 500 种股价指数相同或相似的股票。
·国际股票基金	通常投资于来自几个或多个国家的外国股票。

四、普通股票基金

这些基金一般投资于多种不同行业，并且主要持有美国公司的股票。其中，积极成长型基金的风险最大，而股票收入型基金的稳定性最强。当然，根据招股说明书中所述的指导原则及基金经理人所采用的不同方法，在任一分类中，各种基金之间存在着广泛的差异。

积极成长型基金

积极成长型基金也被称最大资本利得或资本增值基金，或赌博性基金。其中有些极不稳定，可能利用各种投机策略，比如利用财务杠杆或者卖空它们认为可能下跌的股票。很多这类基金的投资范围相当狭窄，仅包括一些规模很小、人们不熟悉的企业股票。积极成长型基金本身的规模一般较小，因此，基金经理人可以运用其较少的资产更灵活地进行经营。

相对而言，这些基金的变化往往反复无常，常常使投资者有如履薄冰之感。当大势下跌时，其下降幅度会远远超过整个市场的跌幅；而当大盘止跌回稳时，其上涨幅度又超过平均水平。因此，它们主要受到那些风险承受能力较强的投资者青睐，而不适合那些投资心理比较脆弱的投资者。

由于这种基金采取高风险的投资策略，其以往的投资业绩记录就显得非常重要。长期来看，管理不善的积极成长型基金对投资者来说就是个灾难。华尔街 44 号基金就是这样一个例子。在 1975 年至 1980 年期间，这种基金曾取得巨大成功，而 80 年代大部分时期则表现很差。相反，二十世纪成长、二十世纪超级、二十世纪远景等积极成长型基金则拥有令人值得称赞的投资业绩记录。

小企业基金

这是一种年轻投资者特别喜欢的基金。它与积极成长型基金具有相似性，有时甚至难以区分。两者之间的区别是，小企业基金在管理上较为保守。

小企业由于是在较小的资产和收入基础上进行扩张，因而其成长速度比大企业更快。比如，一个年收入 1 千万美元的企业，其销售额增长一倍要比年收入 10 亿美元的企业容易得多。小企业的营业范围通常比大企业更窄，它们一般经营一种或少数几种关联度较高的产品或劳务。

大多数小企业基金具有较强的成长性。它们往往寻找那些预期收益增长较高的企业进行投资。这些企业股票的价格收益比率一般要高于平均水平。但是，有些小企业基金（比如像宾西法尼亚共同基金和特·罗华小企业基金等）也采取价值导向型投资策略。它们根据较低的价格收益比率及其他评价标准来寻找企业股票。

小企业基金通常在美国证券交易商协会自动报价系统的场外交易市场参加交易。其中许多也投资于在美国股票交易所和纽约股票交易所上市的企业。随着对外国股市兴趣的增加，也逐渐产生了全球性和国际性的小企业基金，甚至还有小企业指数基金。

"小"在这里代表什么含义呢？这个领域的先驱罗尔夫·班兹教授最早将其定义为——按市值总额排序、纽约股票交易所上市企业中最后20%的企业（将一个企业的股票市场现价乘以其公开发行的股份数额就得到其市值总额）。市值总额的规模规定着小企业的上限（在写作本书时为1.1亿美元），并且随着股价的涨跌而变化。在美国证券交易商协会自动报价系统进场交易的大部分股票都被认为是小企业股票。

小企业的界限实际上并不是很严格，它可以从新建企业的1千万美元以下到6亿美元之间不等。有些基金还可能包括资本总额高达10亿美元的企业股票。一些基金经理人也可能吸收中等或大型企业的股票。

佩里特资本成长基金集中向规模更小的企业投资。其所持有的股票，资本市值总额在3百万美元到2亿美元之间不等。巴伯森微量股票基金的投资对象则是资本市值总额在2千万美元到1.1亿美元之间的企业。范加德开拓者基金则主要关注资本市值总额在3亿美元之下的企业。

通过阅读招股说明书或与基金公司联系，投资者可以对小企业基金所投资企业股票的规模有所了解。一个最简单的判断方法就是检查其持股构成情况。其中熟悉的企业名字越少，股票的规模相应

也就越小。此外,《晨星共同基金》提供了它所跟踪基金的持股构成情况。这些数据有助于投资者了解任一股票基金持股的规模结构。

资产在1亿美元以下的基金投资于小企业股票,其日子要好过得多。这有两个原因。首先,小企业股票一般变现能力较差。这就意味着,共同基金买卖股票的数量较大,若不在价格上做较大让步,就很难达成交易。

其次,证券交易委员会规定,分散型基金持有上市企业的股份,不得超过该企业发行总额的10%。这一限制适用于那些占基金总资产75%的企业股票(非分散型基金,必须有一半的资产符合这一规定。我们将在本章的后面讨论这个问题)。这种10%的限制通过最大限度地减少与持有一个企业大量股份相关的风险,可以起到保护基金投资者利益的作用。这样,一种规模较大的小企业基金最终可能会拥有数百种企业股票。但是,由于削弱了一些前景较好的企业对基金投资业绩的影响,这种过度的分散化并不是人们所喜欢的。如果基金经理人能将投资集中于更少的最具吸引力的企业身上,那当然是最好的。

成长型基金

与前两种基金相比,这种基金具有较强的稳定性。顾名思义,成长型基金持有的是那些预期收益增长率超过平均水平的企业股票。这类企业一般规模较大且得到社会公认。基金经理人强调的是资本增值,而不是股息收入。

成长收入型基金

成长收入型基金的经理人既关心资本增值也关心股息收入,甚至还考虑未来股息的增长。然而他们最关注的一般还是资本增值的潜力。这种投资策略主要针对那些既想得到较高股息收入又希望比成长型基金更稳定的投资者。基金同时包括成长型股票和有良好股息支付记录的收入型股票。

股票收入型基金

股票收入型投资策略是一种独特的价值型投资。基金经理人主要关注股息收入，因而往往寻找那些收益远高于像标准普尔500种股价指数这样市场总体评价标准的收入股票。这样，当股票价格下跌时，其收益会增加——假定股票发行企业支付股息。

股票收入型基金主要向高等级产业、公用事业、金融业及自然资源业等行业的企业股票投资。有些基金还持有一定数量的可转换证券、债券及优先股。这种基金所投资的企业有些会暂时不受欢迎。某些时候，有的行业会处于萧条状态，但是仍然能提供高于通常水平的收益。

股票收入型基金应该比市场总体更稳定，因为它们采用的股票投资方法风险最低。但也并不是说这种基金就没有风险。正如长期债券一样，高收益股票往往对利率的变化极为敏感。利率上升的时候，付息股票的价格下跌，因而能够保持与固定收入型证券相同的竞争力。

股票收入型基金看起来好像更多地关注股息而非资本增值。而实际上，这种基金与成长收入型基金的区别并不是那样明显。未来的投资者应当仔细研究两种基金的招股说明书及其投资组合，从而找出适合自己的基金类型。

尽管股票收入型基金是风险最小的普通股票基金，其中有些在较长的时间里还是表现了杰出的投资业绩。这就为股票基金投资提供了更充分的理由。因为在这上面投资不仅可以高枕无忧，而且能得到较高的回报。

五、混合型基金

简单地说，这种基金就是那些既持有股票又持有债券的基金，

其中又有三种类型：平衡基金、可转换基金、资产分配基金。

平衡基金

在上述三种类型中，平衡基金的历史最为悠久。30年代，其保守的投资倾向对于那些比较谨慎、不太富裕而又寻求资本保全的投资者很有吸引力。1992年沃尔特·摩根建立的工业与电力证券，1935年改名为威灵顿基金，就是其中最早的一种基金。最终，这种受人欢迎的范加德基金族资产数量达到60亿美元。

平衡基金努力实现三个投资目标：收入、适度资本增值、资本保全。为实现上述目标，它们持有债券、可转换证券、某些优先股及普通股。其中，债券的比例一般在40%～60%。它们通常购买由绩优企业发行的证券。由于同时在债券和股票市场上投资，平衡基金特别适合那些只能购买一种基金的投资者。此外，它们还适合那些刚刚开始投资并希望购买带有适当保守色彩证券的投资者。

可转换基金

可转换证券是指根据持有者的选择，可以转换为企业普通股的债券或优先股。它具有两重性，有的时候像股票，有的时候又像债券。这种证券既能提供固定收入型证券对投资收入的兜底保护，又具有股票的向上增值潜力。由于可转换债券的混合特性，可转换基金与平衡基金有些类似。但它比典型的股票基金更多地强调投资收人和资本保全。

资产分配基金

这种基金的投资分散性更强，通常还包括债券和等值现金。其中，有些基金的投资范围更广，包括外国股票、黄金储备、房地产股票及自然资源业股票。这种基金有两种类型：

1. 固定分配基金。特定类型证券的持有比例相对固定。

2. 弹性分配基金。根据基金经理人对投资前景的分析来调整

各种证券的投资份额。

保守的永久投资基金就属于第一种类型。它向六种比重固定的对象投资：黄金、白银、瑞士法郎、某些特定股票、长期美国国债、短期国债。某些平衡基金可能也属于第一种类型。而大多数投资者所认识的资产分配基金，实际上是第二种类型。

与平衡基金一样，一种资产分配基金也为那些只能购买一种基金的投资者提供全部的投资项目，包括股票、债券和其他领域的投资。资产分配基金与弹性基金之间并没有太大的区别，除非后者的经理人在某一种资产上下大赌注。举个极端的例子，一种拥有三项资产的弹性基金，有可能将其资产从100%的债券转到100%的股票或100%的货币市场工具。

大多数弹性基金，可能存在一些关键性的问题。首先，一个喜欢留有太多伸缩余地的基金经理人很容易陷入困境。其次，这些基金的交易量可能会非常高，从而导致交易费用增加，对其业绩产生不利影响。因此，投资者应当选择一种由一个看重自身声誉和业绩记录的经理人经营的弹性基金进行投资。

六、专业基金

这类基金的投资对象比较特定，范围也比较狭窄。它们常常向某一行业（部门基金就是这种情况）、美国的某一地理区域或者某种特殊的投资品投资。有些专业基金遵循明确的社会目标，只投资于那些符合其道德标准的企业。例如，它们可能回避酿酒、赌博、烟草等行业的企业。有些专业基金还出售付息股票基金的择购期权。我们接下来讨论的就是这种投资策略。

期权收入型基金

很多基金只在某些特定情况下使用期权，而期权收入型基金

则是经常这样做。里普分析服务公司认为，这种基金是指那些至少用半数的资产作期权的基金。例如，分析期权股票基金认为自己是成长收入型基金，但实际上却属于此类基金，其投资方式主要是出售期权。

很多人把期权等同于高风险。实际上，这要看期权如何使用，因为期权有助于减缓价格波动。相对保守的期权收入型基金一般投资于可做期权交易的大型企业付息股票。然后，在期权市场上就已持有的股票头寸出售期权，在此过程中得到权利金收入。这些权利金，再加上股息，就使基金得到较高的收益。

在下跌幅度不大的市场中，出售期权能够减少损失；但在牛市中它也会限制资本的快速增值。在市场迅速反弹的过程中，股票会以远低于现值的价格从基金撤走。有些期权收入型基金自从70年代上市以来，由于种种原因总体上表现并不太好。

七、部门基金

这种基金以某些特定的行业或股票市场版块为投资对象。它们放弃广泛分散投资而采取集中投资的策略。其中，有些基金可能会像个股那样不稳定。

下面是部门基金的分类：

- 金融服务基金
- 卫生保健基金
- 住宅房地产基金
- 餐饮业基金
- 电信业基金
- 环境保护基金

费德里提投资基金是部门基金领域的先驱。它创立于1981年，主要在6个领域投资。如今，它已经拥有36种部门基金，投资

范围从航空运输到公用事业。费德里提的基金股票定价比较独特，即每小时定价一次，这样投资者可以很容易地在一天中任何几种可能的价位上达成交易。范加德基金系列也是能提供某些专业基金的基金族。

投资范围比较狭窄的部门基金，特别是那些投资于单一行业或贵金属股票的基金，往往比分散型基金具有更大的不稳定性。它们的名字经常出现在季度表现最好和最差的名单中。而且，其投资回报率的变动也往往与市场总体水平不同步。然而，如果投资者愿意承担风险，投资部门基金毕竟要比投资某一行业的个股好一些。基金可以在其所选的股票范围内分散投资，从而避免特定的企业风险。但是，部门基金不能包括全部的投资项目，因而投资者需要同时持有其他的分散型基金。

对于部门基金来说，买卖时机的选择非常重要。价值型投资者通常在部门处于萧条的时候买进基金股票，而成长型投资者则买进那些热门行业的基金股票。如果想随时间而增加头寸，那么针对这些不稳定的基金，分批逐渐购买或采用美元成本平均法都是比较好的投资方法。

公用事业基金

公用事业基金一般要比典型的部门基金稳定得多。事实上，对于那些初次踏入股票市场的投资者来讲，这种基金的风险相对较低。它们既可以提供较高的收益，又比分散型的股票收入型基金更安全。

像债券一样，公用事业股票一般有较高的收入；但是与债券利息的固定支付不同，公用事业股票的股息会随时间而增长——在过去的 30 年里其复利的增长率为每年 5%。由于公用事业服务的市场需求受经济运行状况的影响较弱，因而是防御型基金的主要对象。总的来看，这一行业中许多股票的波动幅度只有市场整体水

平的一半。

然而，在过去的几十年中，公用事业股票的性质发生了一些变化。个别企业及整个行业都遇到了新的困难和挑战。核能、酸雨、非公用事业化以及其他一些问题使公用事业变得更加复杂，风险性更大。很多公用事业股票的投资安全性已经大大降低。投资者不可能再买完股票以后就把它们搁在一旁，只等着在以后的30年里不断领取增长的股息了。有些股票遇到严重困难，不得不减少股息，甚至股价会大幅度下跌。联合爱迪生，纽约一家大的公用事业公司，从1885年以来每年都支付股息。但是，严重的财务问题使它在1974年没有付息。其股价在那一年也降到每股6美元的最低点，而在1973年股价则高达26美元。用一个例子就可以说明共同基金能够减少随投资公用事业股票而来的企业风险。

尽管公用事业基金都不同程度地强调收入，但是各种基金在投资结构和进取性等方面仍有一些差别。例如，有些基金把赌注压在不同类型股票的恢复上，因而更强调资本的增值。公用事业行业主要包括电力、天然气和电信等企业。不同的公用事业基金以不同的方式将上述几类企业加以组合。有些基金侧重于投资电力企业，有些则以电信企业为主。还有的则向其他国家的公用事业投资，因而带有全球性的投资色彩。

虽然通常情况下公用事业基金比较稳定，但有些时候它们也会出现波动。与债券一样，公用事业基金对利率变化较为敏感。第八章将介绍不断提高的利率对高收益股票及长期债券的抑制作用。相反，在那些利率下跌的年份，公用事业基金就会有较高的总报酬率。

根据定义，公用事业基金必须将其至少65%的资产投资于公用事业企业，另外的35%则可以投资于其他领域。因此，投资者必须要检查自己所感兴趣的公用事业基金的投资组合结构，以了解其资金投向。

贵金属基金

黄金有着悠久的历史和独特的魅力。但是，把金属当作投资工具却不可避免地存在着一些缺陷。投资者不仅要支付经纪人的佣金、经销商的利润、储存和保险费用，更重要的是，金条或金币不能像股票或债券那样带来投资收益。

黄金基金为投资者从金属价格的上涨中受益提供了一种比较经济的途径。这种基金主要投资于黄金开采企业的股票。其中有些只向南非的企业投资，而有些出于政治原因而避开这些企业，还有些则拥有所有主要黄金生产国的黄金开采企业的股份。由于股票价格比金属价格波动性更大，某些基金不仅拥有股票，还持有金条。黄金基金还可能购买开采其他贵金属矿产特别是白银和白金的企业所发行的股票。

黄金基金本身并不提供全部的基金投资项目。但是出于分散投资的目的，投资可以将少部分的资产，比如5%分配在黄金基金上。有的时候，黄金价格的走势与股票和债券相反，并且在政治动乱或物价飞涨时期，偶尔也会表现得很好。权且可以把它当作一种投资的保险手段。

黄金基金的缺点是，会像金属的价格一样剧烈波动。并且，相对于股票市场而言，黄金常常表现较差。长期来看，投资一般产业的基金可能比投资黄金开采企业的基金表现得更好。

八、分散型抑或非分散型

还有一种分类反映了基金分散投资的程度。大多数基金属于分散型基金，这意味着它们必须符合以下要求：

1. 对任何一个企业的投资不得超过基金总资产的5%。如果一种股票的头寸因增值而超过了基金资产的5%，则超过部分不

必出售；

2. 对于任何一家企业，基金拥有的享有投票权的股票数量不能超过该企业股票发行总量的10%。

那些75%的资产不符合上述两项要求的基金称为非分散型基金，一般波动性较大。从招股说明书中有关投资目标的表述中，可以了解基金是否属于分散型基金。

一种基金为什么不愿意成为分散型基金呢？

有些积极成长型基金发现，持有少量的股票就可以在少数企业中占有较大的地位，因而很容易实现其投资目标。然而，为符合专门针对投资公司的税收条例，所有的基金——包括分散型和非分散型，至少50%的资产要满足上面两项要求。这就意味着在最极端的情况下，非分散型基金可以将其另外50%的资产集中投向两种股票。但是，只有很少的基金作出这样的选择。

第三章



基金分析

分析一种基金所需要的许多信息可以在每股简明财务报表中找到，它是基金招股说明书中一个非常有用的部分。每股简明财务报表包容了基金在过去10年或整个发展过程中的财务状况数据，当然，这些数据也会出现在基金的年度、半年度股东报告中。表3-1所显示的是一个假想基金3年中的财务信息。分析共同基金的运营业绩可以从两方面入手，即总报酬率和不稳定性。有关总报酬率的分析我们将在本章进行讨论。至于基金的不稳定性，我们放到第四章去阐述。

一、总报酬率

股票基金的总报酬率由以下三部分组成。

1. 用基金净投资收入支付的股息。共同基金的投资收入（表3-1、第1行）主要是基金投资组合所得的股息和利息。净投资收入（第3行）是投资收入减去基金费用（第2行）的结果。税法要求，共同基金至少要将基金净投资收入的98%分配或支付给股东。表3-1中第4行括号里的数字就是基金用净投资收入支付的股息。

表 3-1　基金 XYZ 每股简明财务报表　　单位:美元

项　　目	1992 年 12 月 31 日	1991 年 12 月 31 日	1990 年 12 月 31 日
每股收入与费用:			
1. 投资收入	0.20	0.18	0.14
2. 减去费用	0.10	0.10	0.09
3. 净投资收入	0.10	0.08	0.05
4. 用净投资收入支付的股息	(0.10)	(0.08)	(0.05)
每股资本变动:			
5. 已实现和未实现资本净利得(损失)	1.00	0.10	1.50
6. 已实现资本净利得分配	(0.70)	(0.40)	(1.00)
7. 资本净值净增长(减少)	0.30	(0.30)	0.50
8. 年初资本净值	8.20	8.50	8.00
9. 年末资本净值	8.50	8.20	8.50
各项比率和累计发行股票:			
10. 费用与平均净资产比率	1.20%	1.20%	1.09%
11. 净投资收入与平均净资产比率	1.20%	0.96%	0.61%
12. 基金周转率	61%	70%	55%
13. 年末累计发行股票(1000 股)	39500	34000	32000

2. 已实现的资本净利得。已实现和尚未实现的资本净利得(损失)出现在每股简明财务报表的第 5 行。所谓"实现",即指基金持有的股票或债券头寸在某一盈亏水平点上已经抛出,而"未实现"即意味着基金已增值(贬值)的股票、债券头寸仍持于自己手中。在全部已实现的资本净利得中,至少有 98%的份额,必须分配给基金股东(表 3-1 中第 6 行)。像表 3-1 中第 4 行的股息一样,资本利得分配数额也出现在括号中。很明显,在表 3-1 中,第 5 行与第 6 行的数字之间没有固定的比例关系,即共同基金的资本利得分配比例不是一个常数。

3. 资产净值的净增长(减少)。资产净值的变动反映了基金的投资对象即所持有股票、债券头寸的增值或贬值情况。此外,也反映了未分配的已实现资本净利得以及(或者)净投资收入状况。

股票基金至少一年分配一次收入,也有许多基金按季度进行分配。分配的频率部分取决于基金对收入性或成长性的侧重程度。现行税法规定,共同基金必须在每年 12 月 31 日以前公布资本利得股息,并在不迟于下一年度的 1 月 31 日以前进行分配。基金股东要在分配公布当年对这项所得纳税。基金分配股息可以采取发放现金形式,也可以采取送配股形式。

计算总报酬率

评价一家基金运作状态的最好方式是考察它的总报酬率。总报酬率是最全面衡量基金投资业绩的指标,它综合了基金资产市价的变动、基金的股息及其他创造的收入或收益。目前,通过各种公开出版物如报纸、杂志及其他来源获取基金总报酬率数据,已成为越来越普遍的一种方式。此外,基金的总报酬率也可以自己计算。计算公式是:

$$\text{总报酬率}(\%)=\frac{\text{各项分配}+\text{资产净值变动值}}{\text{资产净值的期初值}}$$

例如:不收费基金 XYZ(表 3-1),1992 年 1 月 1 日买进基金股票,每股当时资产净值是 8.20 美元,该年度中资产利得分配为 0.70美元,投资收入分配为 0.10 美元。年末资产净值为 8.50 美元,那么,依据上述公式,基金 XYZ 1992 年的总报酬率应为:

$$\text{总报酬率}=\frac{0.70+0.10+8.50-8.20}{8.20}=13.41\%$$

从数字本身看,13.41%的总报酬率说明不了什么问题。评价基金总报酬率指标需要通过对比。有关这个问题,我们将在本章后面的部分予以说明。

每股简明财务报表提供的信息，可以使投资者计算出以往年份基金的总报酬率。然而，要注意到这种计算方法忽略了再投资对基金总报酬率的影响。即它假定年终基金所有的分配全部用现金发放，不存在投资者用分配的收益追加投资的情况。但是，由跟踪监测基金动向的机构公布的基金总报酬率是包括了再投资因素的，这已逐渐成为一种惯例。因此，利用上述公式与利用附录一中的考虑再投资因素的公式计算出的结果略微有些差异。毫无疑问，将投资所得再投资有助于更快地积累财富。但是，当投资者自己利用基金招股说明书中列出的数据进行计算时，略去再投资因素所得出的总报酬率已经足够准确了。

本部分阐述的总报酬率计算方法只适用于计算一年期以内的情况。但是，要计算更长期限内的数值，则需要使用籍于各年报酬率数据基础上的几何(或复合)年平均总报酬率指标。附录二对这种比较复杂的计算过程予以说明演示。

二、费用率

费用率是评价基金运作效率和成本效果的重要统计指标。费用率是总费用与基金平均净资产的比率。显然，这个统计指标数值越低越有吸引力。投资者可以在每股简明财务报表中找到基金过去的费用率。

一些投资者错误地认为基金交易中的经纪人佣金也包含在基金的费用率中。并非如此。关于共同基金费用的构成，我们将在第五章集中介绍。至于经纪人佣金问题，我们在本章讨论基金周转率时将涉及到。

由于费用率可变，因此，最好是计算出基金在过去 3 年或 5 年的费用率平均水平。比如，前面那个假设的基金 XYZ，其过去 3 年的平均费用率是 1.16%(表 3-1 中第 10 行 3 个数字平均值)。

依据基金种类，费用率一般在不足0.5%到超过5%之间变动。最低的费用率出现在股市指数基金中，这类基金往往遵循被动式的投资策略，买进并持有接近或等于某种流行股价指数如标准普尔500种股价指数成份股的股票。规模较小的积极成长型基金运用财务杠杆，会使其费用率水平达到最高。

一般地，任何低于1%的费用率都可以被认为是足够低的。然而，倘若投资者想要投资某种特定类型的基金，那么，有时必须接受一个较高的费用率。下述4点需要引起投资者注意。

1. 相对于大型基金，小型基金呈现出更高的费用率水平。这是因为大型基金可以在更多的资产上分摊管理费用和其他费用支出进而可从规模经济获益。

2. 在其他方面均相同而只是基金帐户平均规模比较小的基金，费用率水平往往比较高。这些基金常常是那些投资门槛比较低的基金。基金帐户规模较小导致相应较高的股东服务费用。

3. 相对于国内基金，国际基金的费用率可能会出奇的高。国际基金的高费用率应归咎于国外投资的高额研究费和其他费用。

4. 股票基金的费用率要高于固定收入型基金。

在评价费用率时，可以将基金现行的费用率与以往费用率的平均值进行比较以测定其发展趋势，也可以将基金的费用率与具有同等规模的其他基金的费用率进行比较。这里有一个问题应明确：如果长期持有一种基金，那么高额的12b-1费用是导致费用率过高的一个重要因素。基金费用率包括了12b-1费用，如果这种费用存在的话。12b-1费用用于弥补部分或全部的销售费用，在第五章中我们要详尽讨论这个问题。

三、收入比率

共同基金的收入比率，是指基金净投资收入与基金平均净资

产之比。这个统计指标与股票中的股息收益率相似。收入比率与作为全面衡量基金投资业绩指标的总报酬率有不同的含义，收入比率所关注的只是基金的收入。上述假设的基金 XYZ 中，其 3 年以上的平均收入比率是 0.92%(表 3-1 中第 11 行 3 个数字平均值)。那些侧重于资本增值的基金，这项指标值极低或许接近于零。相反地，对于收入导向型股票基金和平衡基金，平均收入比率能够接近 4%或 5%或者更高。

四、基金周转率

基金周转率是一项反映基金买进和卖出证券数量的指标。其定义是资产购进量或售出量的较小值与基金净资产之比。

如何理解基金周转率？如果周转率为 100%，那么，意味着基金持有每一种股票或债券的平均时限是 1 年。一个 50%的周转率则表明基金持有每一种股票或债券的时限约为 2 年，而 200%的周转率则意味着这个时限是 6 个月，依次类推。股票基金周转率的变动范围一般是 75%～85%，但是，也有周转率超过 500%甚至高达 1000%的基金。还有些基金具有较低的周转率，比如近 5 年来道奇—考克斯股票基金的周转率为 10%。

每股简明财务报表列有基金过去历年的周转率数据。与对待基金业绩状况和费用率指标一样，投资者应当比较同类基金的周转率以及考察数年周转率的平均值。例如，基金 XYZ 过去 3 年的平均周转率即为 62%(表 3-1 中第 12 行 3 个数字平均值)。

基金类型和基金经理人的投资哲学制约和影响着基金的周转率。一些基金经理人崇尚快速盈利，并且倾向于频繁的买进和卖出；而另一些经理人则奉行长期的“买进并持有”投资策略。依靠期权、期货和卖空策略的基金可能会有较高的周转率和交易费用。然而，除非这些基金具有良好的业绩，投资者应当把视野转向其他基

金。在其他因素相同的情况下,应当选择周转率低于60%的股票基金。过高的周转率意味着过度的交易费用。

交易费用

投资者可以从基金招股说明书中了解基金支付给经纪人的佣金数量。然而,还有其他一些更为重要的基金费用构成因素,事实上不可能以文件形式提供出来。其中,包括导致投资报酬率降低的两个因素:证券商差价和规模效应。

证券商差价　每一种股票都有两种价格:买入报价与卖出报价。例如,ABC公司股票的买入报价是20点,卖出报价是20.25点。基金经理人以卖出价买进,以买入价卖出,这0.25点差价,也即证券商的差价是除经纪人佣金之外基金交易费用的另一个构成部分。基金支付给经纪人的佣金一般为每股4～5美分,但是,基金不能轻易地使差价缩减到最小。因此,相对于经纪人佣金,证券商差价是交易费用构成的重要部分,尤其是在基金交易规模小、缺少流动性股票时。

交易规模效应　如果一种股票的交易比较清淡,基金经理人却急于大量买进或卖出股票,那么这时他(她)所面临的不利价格影响要超过常规的差价。这是因为大规模的交易要求传递出股票可能发生某些不正常情况的信号,即使证券商对这突然其来的变化困惑不解,也会调整报价以迅速做出反应。

一个较大的买入指令,可以导致卖方初始报价从20.25点提高到20.375点、20.50点或更高;一个较大的卖出指令,会使买人报价由20点跌至19.875点、19.75点或更低。报价变动的幅度取决于三个因素:股票的流动性,基金经理人欲买入或卖出的股票数量以及所需要的交易速度。

如上所述,这些因素并没有在招股说明书中显示出来,但无疑,它们会减损基金的绩效。这也说明为什么投资者常常选择交易

频率较低的原因。

五、基金业绩指标的出版来源

比较不同基金业绩状况的最实用方法并不是依据每股财务报表提供的数据计算总报酬率。相比而言，查阅定期提供基金业绩指标的公开出版物更为有效。例如，《贝龙》的共同基金季度报告提供由里普分析服务公司对最近一个季度、1 年和 5 年内共同基金运作状况所做的综合评价。这个报告还列有各时期共同基金最大赢家和最大输家的名单。

《华尔街日报》在 1993 年大规模扩充了它的共同基金报表。投资者可以从这份报纸了解到由里普分析服务公司提供的各时期基金业绩指标及业绩排名。尤其是在不同的日期会相应刊登从 4 个星期至 5 年各个不同时期的基金总报酬率；而每天都会刊有基金本年度截止目前的报酬率数字。基金报表的注释栏会公布对基金现状的详细分析。偶尔地，其他一些重要信息包括基金目标和费用率、也会公布在这份综合性报表中。

《投资者商业日报》用字母等级反映 2000 多种基金 3 年来的业绩水平。星期一至星期四的版面刊登每种基金最近 4 个星期的业绩状况。另外，大型基金管理的资产总额乃至电话号码也都包括其中。

有关基金业绩的综合分析每年或更经常地刊登在《商业周刊》、《福布斯》、《基普林格个人金融杂志》以及《货币》等杂志上。一些地方报纸，比如《亚利桑那州共和报》，也提供定期的基金业绩报表，时效性比杂志更强。

许多投资者对标准普尔公司的《标准普尔证券所有者股票指南》月刊已经非常熟悉了。这份杂志可以在经纪人办公室和许多图书馆找到。在该月刊的结尾，可以发现有关许多基金的重要信息，

包括基金业绩指标。

对于5年、10年或15年这样较长期限的基金业绩，可以考察"累积性"总报酬率指标。或者观察10000美元基金投资在不同期限内是怎样增值的。为便于比较的一致性和准确性，可以将这些庞大的数据变换为复合年报酬率。例如，一个1000%的25年期累积性报酬率可变换为10%的复合年平均报酬率。一笔10000美元的初始投资，在此基金中，25年后将增值为110000美元。本章附录三将解释如何进行这种变换。

六、密切注视基金已有的良好业绩

投资者一旦获得了基金业绩指标，懂得如何对其分析、评价是非常重要的。分析的重点要放在以往1年、3年、5年和10年的数据上。至于期限更长的数据，若在这期间基金或其管理当局发生重大变化，将会使人误入歧途。但是，考虑一下这些数字也没有坏处。

投资者在评价一种基金时，总是想把它的业绩与那些与其具有相同或相近目标的基金相比较。例如，从1983年底到1990年底，小企业基金的业绩状况明显不如大企业基金。由此仅以过去的7年中小企业基金落后于某些大企业基金就推断出这些基金管理水平低下是极其不准确的。

以往业绩曾经较差的基金怎么样？一般来说，投资者应该避开这些在几年里业绩一直呈现非正常状态的基金。当然，3年或更长时间绩效不足会向基金亮出红牌。研究表明，较之同样目标的基金，业绩不足的基金有可能继续处于颓势。

此外，也要警惕那些缺乏稳定性的基金。要密切注意基金在市场下跌的年份里是如何运作的。即使是进取性最强的投资者也应避开那些在市场下跌期间业绩极为糟糕的基金。《晨星共同基金》发布的报告中既有基金的年度报酬率，也有季度报酬率。年度结果

可能会遮蔽基金的波动性，而对分析季度性数据则有助于做出正确判断。关于这个问题，我们在第四章中予以说明。

七、基金规模至关重要

另外一个需要考虑的因素是基金规模或者总资产。共同基金的规模一般处在不足100万美元到超过100亿美元之间。例如，最大的股票基金，费德里提—麦哲伦基金最近资产已超过200亿美元。最大规模基金中的大多数都是债券基金。

一般来说，股票基金可分为以下几类：

· 微型基金：资产在1000万美元以下。

· 小型基金：资产在1000万美元到1亿美元之间。

· 中型基金：资产在1亿美元到5亿美元之间。

· 大型基金：资产在5亿美元到10亿美元之间。

· 特大型基金：资产超过100亿美元。

必须意识到，对于某些类型的基金，规模能对业绩产生影响。

小型基金的优势

易于操作　相对于大型基金，小型基金灵敏度高，基金经理人改变投资对象比较简单。一种资产为500亿美元的大型基金拥有一些个股的头寸很可能价值7500万美元或8000万美元或更多。像这样的大型基金，如果要抛出某一个大头寸，将其转化为若干较小的头寸，显然费时费力。要把由于大量抛出头寸而引致的不利价格影响减少到最小程度，大型基金不得不花费几个星期甚至几个月的时间将这些头寸渐次注入市场。

持仓量有限　除了头寸比较小之外，小型基金持有股票的种类也比较少。针对小企业的积极成长型基金只需要较低程度的分散性投资就能够很容易地完成其投资目标。这就是为什么基金经

理人在其感到基金规模过大以至不能达到投资目标时，可以向新投资者关闭大门甚至限制老股东追加投资的原因所在。

避免投资过度分散　这一优势与前一点相联系。如果一种基金规模过大，那么它可以持有200种或更多种证券。这已远远超出分散投资所需的程度。然而，即使有一打或更多种股票的业绩出色，它们的贡献也将被许多表现平平的股票冲淡。大型基金无法轻易持有小企业股票中有决定意义的头寸。但是，如果一种小型基金在几十种股票中选择出一些颇具规模而且表现较好的，将对基金的业绩产生相当可观的影响，这就是为什么小型基金会更普遍地呈现出反常高收益记录的原因。一些基金族，包括加纳斯、二十世纪和尼古拉斯等基金族，由于规模过大，已开始设立一些克隆基金。

大型基金的业绩很难超过市场平均水平。除了拥有自己的管理和交易费用外，一种特大型基金的运作类似于市场平均状况或就像一种指数基金。这种成本的劣势本身就足以说明为什么有专人管理的基金其业绩经常落后于一般的市场平均水平和指数基金。

大型基金的优势

尽管许多因素有利于小型基金，但是，大型基金也经常昭示较好的业绩水平。它往往受益于以下一些优势。

较低的费用率　大型基金可以从规模经济中受益。而在其他条件大致相当的情形下，较低的费用率可以带来更高的投资绩效。

吸引和留住人才　经营大型基金的机构通常有较高的公众威信，因而极富吸引力，并且它们有实力以高薪聘请优秀的基金经理人和分析专家。此外，这些基金还聚集了大量专注于市场不同领域中的各种专门人才，并因此获得相当广阔的活动区域。

有些基金的性质要求基金规模越大越好　由于固定收入型市

场的本质，货币市场基金和债券基金的资产规模越大，业绩越好。交易规模倾向于大型化，好的交易往往被大规模交易的基金所获取。即使是投资于蓝筹股的基金，也经常是大型基金运作得比较好。

八、现金流量影响基金业绩

现金流量可以解释为投入共同基金的货币净增长，即购进基金股票的现金超过基金赎回的部分。现金流量在基金总资产中所占比率是一个极有意义的评价指标。

例如：假设一种积极成长型基金的总资产在一年内由2000万美元增长到4000万美元。假定其中500万美元的增长归结于资产升值，其余1500万美元的增长来自于新股东的投资，那么，现金流量在基金总资产期初值中所占比率为75%。

在20世纪60年代末期，共同基金分析专家阿兰·波普推广了现金流量与基金业绩之间的关系。波普发现某些业绩卓著的基金仅仅几年便明显地衰落下去。难道是这些基金的经理人在瞬间失去了他们的"米达斯点金术"?波普的结论是：在有大量新现金不断注入的同时，基金运作呈现良好态势，而一旦现金注入停止，这一态势将渐渐冷却下去。

为什么大规模的净现金流会对基金的运作起到促进作用？有三个原因值得思考。

1. 基金经理人可以用新注入的货币扩充已经持有的头寸。这种追加的投资需求会刺激基金所投资股票的价格攀升，特别是基金投资于那些发行量较少的小企业股票时，情况更是如此。

2. 基金经理人一般不必卖出股票A而去买进股票B，可用新现金来购买股票B。而继续保留股票A头寸的同时，又使基金获取了一个新的发展机会。

3. 在市场峰谷附近出现的大规模现金流可以作为应付接踵而至的市场下跌的一种缓冲器。因此，基金经理人可以不必被迫卖出基金现有的头寸以筹集现金，同时，还可以购进一些“便宜货”。但是，这需要假定：基金经理人并不信奉完全投资于股市的经营哲学。

对于现金流量到底有多重要，专家们有不同看法。尽管直观感觉它是一个具有相当规模、稳定的现金注人，但是在选择基金中可能只是一个微不足道的因素。未来的现金流量的确很重要，但是，它们又很难预料。此外，接近市场峰谷时出现的巨大现金增量，对于一个竭力打算完全投资于股票的基金经理人而言，着实是一件令人头痛的事。过量的现金会迫使基金经理人在高价位上做出无节制的购买举措。

警惕现金回流

对于共同基金而言，大规模、持续的基金股票净赎回是一块明确无误的红牌。它意味基金的投资者或者出于对基金业绩的不满意，或者不满新费用负担，或者由于一些其他消极因素的发展，正在抽回资金。这会迫使基金经理人持有比在其他状态下更多的现金余额并变现一些头寸以应付赎回要求。这样，基金将会萎缩，经理人会丧失乐观和自信，基金费用率会上升。看一下每股简明财务报告书，年终基金已发行股票的缩减趋势是净赎回的信号。

九、杠杆原理

尽管使用大量借款或举债经营的开放型基金相对比较少，但还是可以在多头市场上名列前茅的做手中发现它们。这一点颇能诱惑没有任何提防的投资者。当股票行情看涨，即市场呈牛市时，积极成长型股票基金有时会使用借款以试图放大增值。只要借款

成本——表现为短期利率——比较合理且基金运作良好，举债经营即运用财务杠杆就是有裨益的。

然而，作为一把双刃剑，运用财务杠杆也将放大亏损。在市场下跌时，运用财务杠杆的基金也常常会出现在排名最后的做手行列中。而股东赎回投资犹如一把价格铅锤，加剧了基金的某些经常性问题。运用杠杆原理的基金普遍明显地风险较大。基金举债经营达到一定程度时，基金资产净值会呈现出快速波动的趋势。

1940 年投资公司法案规定开放型基金只能从银行借款。因此，举债经营的基金要依赖于银行的授信额度以应付短期资金需求。显然，基金的借款数量要受到限制。简言之，每 2 美元基金净资产就可以有 1 美元借款，或者每 1000 万美元净资产可有 500 万美元借款。

如果基金资产增值，那么一切都好且资产借款比率也会上升。但是，如果基金资产贬值，则必须迅速缩减银行债务。这会迫使基金经理人不得不在价格跌落时出售股票。

当然，基金需要为银行借款支付利息，而这显然要抵减基金投资收益。利息费用在每股简明财务报表营业成本栏中单独列示。基金运用财务杠杆遇到的最为棘手的问题是增长的利息率和横斜或下跌的证券价格，而这两者往往同时出现。当然，很少有基金借款达到极限。许多基金小额贷款是弥补赎回股东投资时的现金不足，从而不必将持有的股票变现。当投资者认为一种基金借款规模过大，不妨去看一下基金的招股说明书。

十、基金管理分析

一种基金实际上就是运作管理基金的经理人的化身。然而，如何评价基金的经理人？这很容易。本章提及到的许多方面都反映出着基金的管理水平。

通常，投资者希望基金经营业绩至少不弱于主要的股指或指数基金。好的基金经理人能够提供始终如一的投资业绩，能够比竞争对手更好地经受市场下跌的考验。换句话说，优秀的基金经理人在控制基金风险上更胜一筹。欲要获取长期成功，将损失减少到最小限度比在牛市上做一个全明星更为重要。

好的基金经理人不允许交易费用失去控制。更确切地说，他们的眼光长远。优秀的基金族往往有能力使其费用水平下降，它们对管理费并不贪婪。一般而言，管理良好、业绩可观的基金会吸引更多的投资者，而且基金资产会持续几年增长。除了业绩和费用外，还有一些因素有助于辨别拥有杰出管理水平的基金公司。下述问题值得考虑。

• 基金被同一经理人管理已有多久？投资者应当选择（但并不总是必要的）被同一经理人管理 5 年或更长时间以上的基金。

• 基金经理人的背景如何？如果经理人管理一家基金的时间少于 5 年，那需要考察一下其相关工作经历和学历状况。《共同基金原始资料集》提供了许多基金经理人的个人简历。

• 基金是由一两个人还是由一个小组来管理？

那些在较长时期内具有不寻常业绩的基金往往是由一组经理人而不是由一两个人管理的。例如，道奇—考克斯股票基金以及美国基金族的几项基金就是这样的管理方式。二十世纪基金族的投资者已经享受了委员会式管理的出色成果。

基金经理人员的组织方式决定着资金能否取得比较稳定的业绩。如果基金经理人彼此间独立操作，像许多美国基金族的基金一样，那么，某个基金经理人的业绩不足可以用其他经理人的成果来弥补。即使 5 到 6 名经理人中有人离开了，小组式基金管理也可以确保基金投资运作的连续性和一致性。

然而，另一方面，许多观察家都意识到天才的职业家只有独立工作时才能充分施展才华，而一旦他们为迎合组织中的其他人而

不得不折中、妥协自己的做法时，他们可能不再是一个富于创新的人，或者投资结果大为削弱。因此，绝大多数的基金是由独立的个人而不是委员会来管理。

十一、收入比率分析：一个案例

弗兰克，一个年已 60 岁的律师，即将退休，目前正在计划如何重新构造共同基金投资结构。同时，他需要为一笔数目相当可观的退休金寻找合适的投资领域。弗兰克和他的妻子、58 岁的朱蒂，了解股票投资的价值，因此，打算将他们的资产尽可能地投入收入导向型股票基金或平衡基金中，如果可能的话，还包括一家专门购置公共事业股票的基金。他们计划用获得的大部分收入来作为退休后的生活费用。

弗兰克需要股票基金或平衡基金有一个相对较高、持续稳定的收入比率。因此，他首先分析基金投资组合的一般构成和最近几年中的收益率。他查了几份基金招股说明书，看看什么是"净投资收入与平均净资产的比率"。《共同基金指南》通常也提供这种定义。显然，股票基金的年收益率低于固定收入型基金。但是，从后者那里，弗兰克却得不到至关重要的投资增值。

尽管弗兰克计划将收入股息以现金方式领取，但是，他也准备将资本利得再投资以保证本金增值。有些投资者可能选择将收入股息和资本利得分配都变成现金，但是这样做会使他们面临以下两个问题。第一，收入比已实现资本利得更容易预测，这使得准确计划收益十分困难。在一个不景气的市场上，资本利得可能非常低甚至不存在。第二，也是更重要的，将资本利得分配再投资会增大基金投资价值，进而能在未来获得更高的股息收益。

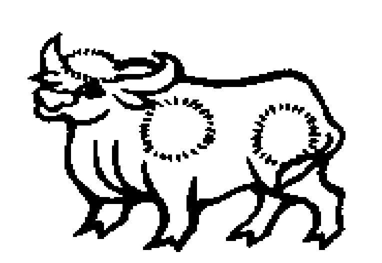
即使一家基金看似有吸引力，弗兰克还是要做惯例性的分析——分析基金的总报酬率、不稳定性、费用率以及周转率等等。投

资者正确地分析基金极为重要，而且应当明白对所有基金而言，收入比率只是事情的一部分。尽管弗兰克需要高收入，但是他必须认识到所选择的每家基金应该提供与可比基金相当的总报酬率。如果不是这样，那么，他会为自己的长期收益感到沮丧。

当弗兰克退休时，他的基金总资产将超过200万美元，但是他和朱蒂并不想全部花掉它们。他们想把尽可能节余下来的财产留给他们的两个女儿并捐献给一些慈善组织。如果保守型投资者有一大笔资产需要投资，那么收入导向型股票基金和平衡基金将最能迎合他们的需要。

第四章

风　险　分　析



大多数人都一致认为，高收入是件好事而风险是件坏事。但问题是通常风险和收入是并肩而来的。为了使自己的股票共同基金在多年内获得高于平均水平的收益，必须能够耐得住更反复的行情变化。

由于风险的种类很多，所以是一个难以处理的概念。一些复杂的风险计量指标，如β值和标准差等，不易使用且存在局限性。一般而言，风险是指损失、破坏或伤害的可能性。对共同基金而言，一个更准确的风险定义还应包括总报酬率的可变性和在不同期间的波动情况。证券分析家和共同基金经理人们就以这种方式看待风险。投资者也可用统计指标，如标准差，将风险用一个数值来表示。投资报酬的不稳定性越大，风险或标准差就越高。这里首先介绍标准差，其他的指标稍后涉及。

不稳定性是什么导致的呢？对共同基金而言，有4个因素影响着投资业绩的不稳定性。

1. 基金投资组合中股票的种类。小企业股票的不稳定性比大企业的蓝筹股要高。

2. 基金投资的分散程度。由一打股票构成的基金，其不稳定性远高于由上百种或更多的投票构成的基金。

3. 为了提高业绩，基金经理人举债经营或向外借款的程度。广泛地举债经营会增加不稳定性。大多数基金并不用借入款项来投资股票。

4. 基金经理人选择市场时机或套期保值的程度。经理人可通过期权、期货或在预期市场下跌时提高基金的现金头寸来降低不稳定性。

一、风险的不同类型

股票投资组合的全部风险可划分为 3 种类型：

1. 企业风险
2. 部门风险
3. 市场风险

企业风险　大多数共同基金投资者得以幸免的这种最基本也最具破坏力的风险是特定企业风险或称随机风险。它是指某一严重的事件困扰单个企业的生存——可能导致破产。法律诉讼、激烈的竞争、关键职员辞职、管理的重大失误、消费者偏好改变和自然灾害都能使一个企业的经营业绩螺旋式地下降。

研究表明，投资组合如由至少 12 至 20 种不同的股票组成，则能够消除大多数特定企业风险。一些股票带来的损失能够由另一些业绩好的股票所抵消。

大多数共同基金至少持有几十种股票；有些甚至有几百种。当然，良好的股票选择和投资监控有助于最大限度地减少造成损失的股票数量并控制其进一步增长的势头。这也正是基金经理人展现其才能的地方。

部门(或产业)风险　投资的分散化不能仅依赖于持有许多种股票。的确，若持有大约十多种股票就可消除大多数特定企业风险。但是如果这些股票的发行企业均来自银行业的或航空业，抑或

均是南非的金矿公司，那么还能起到这种作用吗？

部门或产业风险会对提供类似产品或服务的企业造成威胁。部门间的盛衰沉浮有很大差别。而集中投资于这些部门的共同基金也是如此。投资一些特定股票基金的个人必须意识到这可能导致更高的风险。招股说明书也将提醒这类基金的风险较大且不能构成一个完整的投资项目。产业风险可能存在于那些对某些产业投资较多的分散型基金中，虽然程度要小些。

市场风险　市场风险的确是一把双刃剑。许多人都把它看作是市场下跌所致的威胁。市场风险是最显而易见的危险。但在市场上涨时不参与交易活动、袖手旁观也可能产生市场风险。许多投资者没有意识到这一问题而常将其作为一项安全措施。但是，过于保守的运作可能导致一个复杂的危险：即投资者在通货膨胀时面临的购买力风险。

无论一种基金持有多少种股票都无法避免市场风险，因此它有时也称为"非分散性风险"。一国的所有政治和经济困难，包括失去控制的通货膨胀和飙升的利率，都能使股票价格急剧下跌。有些基金经理人试图通过期权或期货来规避或消除市场风险。然而，套期保值是有成本的，这使得这些经理人们可能会失去所得的收益，特别是当市场呈上涨趋势时，经理人可能会限制基金的增值潜力。

二、市场阶段分析

研究一段时期内某一股价指数或一个股票基金指数的变动，就可以对风险和收益有很多的认识。例如，里普分析服务公司监测自己编制的里普成长型基金指数在几个市场周期内的波动阶段（表 4-1）。第一个周期始于 1975 年 8 月 21 日，当时里普成长型基金指数值为 69.98。表中所示的各阶段均与整个市场的转折点相对应。

表 4-1　里普指数的市场阶段分析

周期	上涨阶段			下跌阶段		
1	1990年10月11日—1992年12月31日					
	409.70	671.09	+63.8%			
2	1987年12月3日—1990年7月12日			1990年7月12日—1990年10月11日		
	295.65	519.62	+75.8%	519.62	409.70	−21.2%
3	1984年7月26日—1987年8月20日			1987年8月20日—1987年12月3日		
	190.43	427.28	+124.4%	427.28	295.65	−30.8%
4	1982年8月12日—1983年6月23日			1983年6月23日—1984年7月26日		
	125.95	231.94	+84.2%	231.94	190.43	−17.9%
5	1980年3月27日—1980年11月20日			1980年11月20日—1982年8月12日		
	106.21	169.40	+59.5%	169.40	125.95	−25.6%
6	1978年11月16日—1980年2月14日			1980年2月14日—1980年3月27日		
	88.72	129.14	+45.6%	129.14	106.21	−17.8%
7	1975年8月21日—1978年9月7日			1978年9月7日—1978年11月16日		
	69.98	104.41	+49.2%	104.41	88.72	−15.0%

本表包括股票市场的大致转折日期及里普成长型基金指数值和变动的百分比。股票基金的上涨和下跌阶段指上一次转折点后整个总报酬率变动10个或10个以上百分点，如用里普成长型基金指数(30种最大成长型共同基金的资产净值加权指数)来表示，通常是星期四和/或月底公布。

资料来源：选自里普分析服务公司提供的数据。

由上述信息可得出两个结论：

1. 总的来看，上涨阶段比下跌阶段持续的时间更长。

2. 上涨阶段基金指数变动的百分比远高于下跌阶段。

可以发现，表4-1的数字中包含了两个非常好的阶段：即80年代初期和90年代初期飚升的牛市。而且，一般来说，股票基金在上涨阶段的所得要远高于下跌阶段的所失。从长期来说，股票市场有明显的上升势头。

在市场处于下跌阶段时，尤其是媒体的报道似乎表明市场处于最糟糕的状态时，我们应该吸取的教训是不应恐慌且抛出太晚。随着价格止跌回稳的出现，熊市常常也就宣告结束了。显然，当市场处于上涨阶段晚期时也应该谨慎从事。

简言之，股票的价格趋势在一个周期内的变化要远比某一时期的变化更明显，虽然后者的有关数据通常更容易获得。

三、时间可以降低市场风险

要想在股票市场上赚钱，必须时刻考虑到各种可能性。这意味着要尽可能长时间地向股市投资。下面是有关风险最需牢记的一个要点：

如作短线投资的话，任何一种股票基金都将十分危险。

何谓短期呢？没有人能准确地回答这个问题。股票有可能在10年期间的业绩不佳，虽然这种可能性不大。当然，如果投资者认为在今后的几年间需要使用现金，就不必将自己辛辛苦苦挣到的钱全部投入一种股票基金上。

有若干种方式可处理市场风险。第一种，同时也是最重要的一种，要做一个长期投资者，接受股票市场存在波动有时甚至是剧烈振荡这一事实。无论在任何情况下都要坚持向好的股票基金投资，因为这些基金最终都将反弹上去。如果在经济和股票市场反弹前的熊市末期将资金从某一基金中突然抽出，那将是再糟糕不过的了。这便是市场风险的另一面——在价格止跌回稳时丧失机会的危险。

让我们来举个例子，罗伯特和波拉通过自己艰辛的经历懂得了这一教训。作为有一个小儿子的双职工夫妇，他们在二十多岁时开始投资股票。1983年他们开始投资于一种波动性较大、不收费积极成长型基金。这是一个富有的亲戚向他们推荐的。

罗伯特和波拉计划逐步增加他们的头寸，最早在1990年前不赎回任何基金股票。他们最初几年每年大约能投资5000美元。接着，1987年8月，这对夫妇意外地收到了波拉的父母送给他们的25000美元。他们迅速将这笔钱投入自己的基金帐户，而并没有注意到股票市场价格明显过高的迹象。

此前的投资一直运作得很好，他们也向所有的朋友和亲戚夸耀。他们将大部分多余的存款都投入这种基金。只有极少一部分以流动资产的形式存在着。

接着，事情开始变糟。1987年9月罗伯特失业了，不得不另谋职业。虽然波拉仍受雇，但坏消息还是频频传来。他们持有的那家积极成长型基金不仅用全部资金进行投资，而且还搞了一些举债经营，在短短几天时间里这家基金就突然下跌了30个百分点，并于1987年10月19日股市暴跌的黑色星期一达到最低点。罗伯特和波拉以前从未经历过熊市和如此惨重的损失。虽然在罗伯特找到新工作前波拉的收入足够养活家人，根本不需要抛出基金来维持生计，但他们还是决定将自己的基金投资全部变现。他们只是害怕失去一切。他们将剩下的股票基金资产全部转为大额定期存单和货币市场基金，结束投资的同时也失去了股市最终复苏的机会。

那么，错在哪儿呢？

罗伯特和波拉投资于股市的储蓄太多了，尤其是对积极成长型基金。

此外，他们也不应该把波拉父母给的25000美元一次全部投资于股票基金。他们应该在一定期间内渐次以小额资金增加投资，这样就可以避免在市场周期处于较高价位时使全部资金面临投资的风险。

10月份股市暴跌时他们也不应恐慌并将资金抽回。股市不是单行道。最佳的买入机会可能存在于股市大幅下跌后。如果罗伯特和波拉研究过基金以前的收益情况，他们就会注意到：股市下跌

时，积极成长型基金的跌幅比整个股市的跌幅要大；而上升时，增值也比整个股市快。

总而言之，在一段时期内坚持投资业绩良好的股票基金能够降低风险，因为股市上涨的时间总比低迷的时间要长。平均来说，每10年中约有7年股价在上涨。正如一家非分散型基金可通过增加股票投资的种类来降低风险一样，延长投资时间也有助于降低一般市场风险。“时间分散性”降低了年投资报酬率的标准差。

当然，如果投资的是质量较差的基金，时间分散性也无济于事。必须避免那些业绩不足的基金。而且，正如已指出的那样，不能用应急的现金进行风险投资。在熊市上不得不抛出股票时需要有一定的技巧。为保持流动性或应急目的而持有的现金不应投资于股票基金。

四、准确衡量风险的简单方法

不是必须获得博士学位才能成功地处理共同基金的风险问题。判断基金的不稳定性有几种简单的方法，其中大多数都不涉及复杂的数字分析。

招股说明书　第一步是阅读招股说明书，它是基金所有者手册中能读到的最近的资料。招股说明书对基金的目标及风险因素进行了详细说明。例如，一家积极成长型基金提到将集中投资于有限数目的几个企业或进行举债经营——则这两个迹象表明这家基金比一般基金更不稳定。投资于特定行业或贵金属的部门基金，其资产净值的变动幅度也远高于较为保守且有专人管理的基金。

年报酬率　考察基金风险的另一个简单方法是看它在几起几落的若干年里的年报酬率水平。将这些结果与相似类型的基金及一种市场指数如标准普尔500种股价指数进行比较。在市场状况不佳的年份中，如1981年、1984年、1987年和1990年，该基金运

作情况如何呢？年报酬率揭示了这些年间基金不稳定性的变化轨迹。

季度报酬率　此时，投资者要分析每个季度甚至每月的报酬率。假定存在一个不稳定基金，表 4-2 比较了该基金的季度和年度业绩情况。

表 4-2　一种不稳定基金的季度和年度报酬率

年　份	季度报酬率				年　度
	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度	报酬率
1	+10%	+18%	-5%	-10%	11.0%
2	-15%	-10%	+25%	+20%	14.8%

第一年和第二年，基金年报酬率分别为 11.0%和 14.8%。仅就数字本身而言，年度报酬率表明基金相对比较稳定。然而，这隐藏了一些季度报酬率为负值的现实。按复利计算，这 4 个季度的总报酬率为 -34.6%。如果在股价下跌前进行基金投资或在反弹前抛出，则必将遭受巨大损失。

基金以前季度的报酬率并不如年报酬率的参考价值大，尤其是在投资者想持有更长时间的话。《晨星共同基金》提供了基金过去 5 年的季度业绩。投资者也可从基金公司那里得到这些数据。

知道一家基金在一些情况十分不好的时期内，如 1987 年的第四季度及 1990 年第三季度，如何运作是很有用的。但就主要目标而言，研究年度报酬率就足够了。

资产净值的逐日波动　通过衡量所持基金的短期价格变化，可对基金风险有更深的了解。为此，应将基金每日的资产净值与相关市场指数进行比较，如标准普尔 500、威尔雪 5000、美国证券交易商协会综合指数或拉塞尔 2000 种股价指数。里普公司每日公布有关各种不同类型股票基金的指数，这可作为一系列很有用的标准。例如，如果要考察一个小企业基金，可使用里普小企业成长型

基金指数和拉塞尔2000种股价指数。如果要考察投资于日本股票市场的一种美国基金，可使用日经指数。

投资者应将基金每日资产净值的变化转化为百分点，如表4-3所示。例如，如果星期一资产净值为10.00美元，星期二为10.40美元，则增长了4个百分点[(10.40—10.00)/10.00]。

表4-3 一种股票基金每日波动情况衡量

	每日变动百分比				
	星期一	星期二	星期三	星期四	星期五
"米达斯点金术"基金	+2.0%	+4.0%	+0.2%	−0.9%	−0.2%
一种基础广泛的指数	+1.0%	+0.5%	0.0%	−0.4%	−0.1%

《华尔街日报》列表公布二十多种国内市场指数每日变动的百分比情况。这些数据出现在该报的股票市场数据银行(C部分)。里普系列指数见该报的共同基金报表。外国股市指数，如日经指数和多伦多300综合指数，见该报的世界市场栏(C部分)。大多数日子里，各种指数的变动不超过1至2个百分点。美国市场上变动最大的一次发生于1987年10月19日、黑色星期一，当时道·琼斯工业平均指数猛跌了22.61个百分点。

为了更好地了解一种基金的不稳定性，投资者应评价其资产净值在几周内变动的百分比情况，因为任何一天的变动可能并没有代表性。市场上涨或下跌的幅度越大，这种比较就越有意义。

投机过度情况下的风险衡量

当股市过热时，风险就越来越高，尤其是进取性较强的积极成长型基金。

这里有两个标准有助于测量某一特定基金的风险。

基金的价格收益比率　价格收益比率，正如第一章已解释过的那样，是衡量基金经理人进取性的一个有效统计指标。某种基金

的价格收益比率是其所投资股票价格收益比率的加权平均数。

综合或"多重"基金价格收益比率在不足10到30以上不等，数值越大表明风险越高。《晨星共同基金》刊有股票基金的价格收益比率。它也将每种基金与标准普尔500种股指成份股的多重价格收益比率进行比较。例如，如果一种基金的价格收益比率为30而标准普尔500种股指成份股为20，则其相对值为1.5。由里普分析服务公司计算的价格收益比率公布在《贝龙》的共同基金季度报告中。

比较某种基金与类似基金和市场指数的价格收益比率时，要注意选取大致相同时点的数值。要记住，由于报道的时间滞后，基金的价格收益比率可能是几个月前的数字。如果市场指数的价格收益比率较高，如接近或高于20，且基金的多重价格收益比率更高，则在一次大量抛出时基金将大幅下跌。过高的价格收益比率表明存在着巨大的风险。

除价格收益比率外，晨星公司也公布每种基金的价格面值比率及其与标准普尔500种股指的比较值。作为资产负债表中一个经常项目，面值代表着普通股东在一家企业中持有的股本。这是另一个有用的评价指标。同样，该指标值越大，股票及相应基金的风险越高。

基金的现金头寸　现金(或准确地说，等值现金)头寸表明了在基金整个投资结构中股票的地位。一些保守型基金经理人在预期市场将要下跌时，会将其现金头寸增加到40%或更高。其他人则始终将基金资产全部以股票形式存在。现金头寸多可大大降低风险。通过审查基金股东报告或与基金公司电话联系，投资者可了解判断基金资产中的现金比重。

五、购买力风险

我们已谈了很多基金的不稳定性。但还有比市场起浮更大的

风险。即使是投资回报率固定且不存在违约危险的投资工具，如短期国债，也有风险。尽管实质上并没有价格下跌的危险，这类投资在另一种意义上说也会令人失望。

与税收一样，通货膨胀是任何准备在长期内积累财富的人的大敌。减轻税负的方法，如递延纳税的退休金计划和变动年金分别在第十四章和第十五章论述。而降低通货膨胀影响的唯一途径是在一个较高的投资回报率基础上使投资利滚利。

固定收入型证券——如大额存单、短期国债、货币市场基金和长期债券——使投资者面临购买力或通货膨胀风险。它们无法提供足够的应付通货膨胀的手段。这些投资工具是在短期内存放闲置资金或应急资金的最理想的场所。

在短期利率高达17%或18%时，这些投资常具有很大的吸引力，80年代初就是如此。但18%的利率可能会降至3%，正如货币市场投资者所见到的那样。事实上，从长期来看，短期国债的利率仅比通货膨胀率略高一点。

如上所述，股票提供了一种长期的投资成长性，这可供投资者用来满足退休金、教育子女以及其他重要开支的需要。与好的房地产一样，它们能够提供应付通货膨胀最有效的手段。与债券支付固定利息不同，股息每年都有增长的趋势。股价通常也随股息和利润的增加而呈上升趋势。

六、基金分析家使用的统计方法

投资者无需计算复杂的标准差、β值和其他风险计量指标，但应明白这些数据表明多大程度的风险。基金广告和招股说明书上都不会说明这些统计指标。但可在一些监测基金运作的服务公司或出版物上找到这些数据，如《晨星共同基金》等。

标准差

标准差，如前所述，是衡量风险的一种方法。它反映投资报酬率相对平均水平的波动程度。标准差越高，风险也越高。该指标一般按月计算。一种保守型股票基金每月的标准差可能低于3.5个百分点，而一种进取型股票基金的标准差则可能为6%或更高。

这些数字表明了什么呢？大约2/3的时候，基金的实际月报酬率在月平均水平正负各一个标准差之间浮动，95%的时候在正负各两个标准差之间浮动。假定一种进取型股票基金月平均报酬率率为2%，标准差为6%。大约2/3的时候其月报酬率会在－4%和＋8%之间浮动，大约95%的时候在－10%和＋14%之间浮动。这说明了投资者在市场行情特别糟糕的月份里的损失程度。

标准差可用来对一定期间内具有相似目标的基金进行比较。它也可用于衡量一种基金比另一种基金风险高多少。

表4-4用假定数据进行了简单的说明。表中将某种市场指数的报酬率，如标准普尔500种股价指数，作为比较的标准。成长型基金ABC是集中投资于少量企业的一种进取型股票基金，它试图通过举债经营的方式增加收益。收入型基金XYZ是一种包括债券和股票在内的保守型平衡基金。

很清楚，成长型基金ABC在总报酬率为负的月份风险较高。事实上，它的标准差表明其不稳定性是市场指数的2倍，是收入型基金XYZ的4倍。

必须在足够长的时段内计算标准差才有意义。虽然许多分析家通常只用36个月的月报酬率数值进行分析，但如果可能的话，投资者应掌握3至5年的每月报酬率值。投资者个人可利用年报酬率数据计算以前基金的标准差。要想获得有意义的分析结果，至少需要15年的数据信息。

标准差也可用于评价债券基金的风险程度。一种债券基金总

报酬率的标准差可反映由利率变化(利率风险)或债券质量变化(信用风险)导致的价格波动。如前所述,《晨星共同基金》和其他一些出版物上刊有各基金标准差的数据。晨星公司以过去36个月的总报酬率为计算依据。

表4-4 月度总报酬率与标准差的比较

月份	总报酬率		
	市场指数	成长型基金ABC	收入型基金XYZ
一月	7%	12%	4%
二月	4%	-6%	2%
三月	6%	11%	3%
四月	-4%	-11%	-2%
五月	-1%	5%	1%
六月	5%	7%	2%
七月	-4%	-8%	-2%
八月	4%	8%	3%
九月	3%	6%	2%
十月	2%	5%	1%
十一月	-1%	-6%	0%
十二月	-5%	-8%	-2%
标准差	4.0%	8.0%	2.0%

晨星公司也有自己的风险计量指标,该指标反映一种基金与同类型其他基金相比的不稳定性。它基于这样一个假定,即一个人以投资短期国债所获的报酬率作为投资于风险较高基金的比较标准。晨星公司将各基金每月的业绩与短期国债进行比较。只有低于短期国债利率的基金才考虑计算其风险程度。基金报酬率低于短期国债越频繁且业绩不足的程度越大,风险就越高。这个指标可使人直观地进行判断。

β指标

市场风险通常用所谓"β系数"来计量。β值将一种股票或共同基金的报酬率与某种市场指数联系起来，这种市场指数一般是标准普尔500种股价指数。具体作法是选取以前月份，比如36个月的报酬率数值，与市场指数的每月结果进行相关分析。

β值反映了基金收益对市场指数变动的敏感度。一般分散程度较高的基金的β值为1.0。β值高于1.0表明不稳定性高于平均水平——β值越大，风险越高。例如，在市场上涨或下跌10个百分点时，β值为1.5的基金将上涨或下跌15个百分点。

β值小于1.0表明基金风险低于平均水平。这包括防御型基金，它主要投资于增长缓慢的股票，如公用事业股票。货币市场基金的β值为零，因为其收益与股票市场不相关。β值也可能为负，但这种基金很少见。

以表4-4为例，成长型基金ABC的β值为1.65，而收入型基金XYZ的β值为0.48[用统计术语来说，β值是基金收益(纵轴变量)与市场平均收益(横轴变量)之间回归线的斜率]。这进一步说明第一种基金的风险明显高于第二种基金。

β值的缺点

β值不是完美无缺的。学术界对它的指责集中在好几个方面。例如，这一指标不足以可信地反映基金将来的业绩，尤其是短期内的情况。市场回升时，β值较高的基金可能不会上升，反而可能下跌。

最近芝加哥大学的尤金·法玛教授和肯尼迪·弗兰斯教授的研究成果用有说服力的证据表明，β值不再是一个预测基金业绩的有效指标。也就是说，β值较高的基金的收益不一定比β值较低的基金高。

此外，β值的大小还取决于投资者的计算方法。例如，同一家

共同基金，使用过去36个月的数据和过去60个月的数据会计算出不同的β值。另外，使用的市场指数不同，如标准普尔500、拉塞尔2000和范围更广泛的威尔雪5000这三种股价指数，β值也不同。

β值很难揭示那些高度专业化的基金的业绩，譬如那些投资于特定产业或贵金属的基金。这些基金的标准差很高，据此可推断它们的波动程度较高，但是它们的β值却低于1.0甚至接近0。这是因为专业化程度较高的基金通常与整个市场的走势相关性不高。由于国际股票市场与美国股市并不同步，所以β值也不能用于分析外国股票基金的业绩。

R^2值

所谓的R^2值可用来协助辨认有疑问的β值。该指标能够反映某基金的波动有多少与整个股市的走势相关。

R^2值在0到100%之间不等。某种基金的投资分散化程度越高，R^2值越大。模拟标准普尔500种股价指数组建的范加德指数信托500基金，其R^2值为100%。规模较大且分散性较高基金的R^2值一般为90%或更高。但是，非分散型基金的R^2值多在60%或更低。黄金基金的R^2值只有1%。《晨星共同基金》在提供基金的β值和标准差数据之外，也报告R^2值。

对那些从现金或短期固定收入型证券中抽取大量资金的基金，R^2值容易引起误解。如果某基金长时间现金头寸过大，其R^2值就相应较低。这是因为等值现金收益的变化并不与整个股市的波动相一致。当基金进而转向足额投资的时候，其R^2值又趋于上升。

有一点认识很重要，即若基金R^2值较低，则其β值通常并无多大意义，这是因为这种基金与市场指数之间没有多少联系。例如，某黄金基金的β值可能只有0.1，但却有较高的标准差。

七、标准差为什么有用

由于是以过去的数据为计算基础，而这些数据又无法代表将来的真实情况，所以标准差也有其不足之处。然而，它仍然是测量股票基金风险状况的唯一最佳指标。理由如下：

1. 标准差的计量范围比β值更广泛。它综合反映各种风险，而不仅仅是市场风险。

2. 标准差是一个“纯”数值。它不取决于与其他变量的关系，比如某种比较武断的市场指数。

3. 标准差可用来分析投资比较集中和比较分散两种类型基金的风险状况。

4. 标准差可用来判断债券基金和股票基金的波动状况。

八、风险类型

要了解不同类型基金以往的风险情况，投资者可以查阅列有各类基金标准差和β值的《晨星共同基金》。表4-5是某些基金的统计数据。积极成长型基金和一些专业基金的标准差最高，高达6%甚至更高。

公用事业、可转换、平衡、资产分配等基金的标准差都比较低。除垃圾债券基金外，固定收入型基金的风险最低。从总体上看，近3年来，债券基金的月度标准差平均为1.6%。

标准差较高的基金往往β值也比较高，只是像贵金属基金这样的基金除外。这些基金常常与美国股市的变动并不一致。在拿不准的时候，宜使用标准差，它是比β值效果更好的风险测量指标。

表 4-5　各类基金的风险指标

基金类型	标准差	β值	R^2 值
普通股票基金			
积极成长型基金	6.3%	1.19	68%
小企业基金	5.9%	1.16	69%
成长型基金	4.7%	1.01	83%
成长收入型基金	4.0%	0.87	87%
股票收入型基金	3.4%	0.76	87%
其他股票基金			
技术基金	6.9%	1.31	66%
医疗健康基金	6.4%	1.17	62%
贵金属基金	6.3%	−0.01	1%
金融基金	6.0%	1.17	69%
世界股票基金	4.2%	0.73	54%
自然资源基金	4.2%	0.63	42%
可转换基金	3.1%	1.29	26%
公用事业基金	3.0%	0.51	51%
平衡基金	2.9%	0.64	87%
资产分配基金	2.7%	0.53	75%

* 数据截止 1992 年 12 月 31 日

资料来源：晨星公司

九、按风险调整的报酬率

由于较为流行且易于研究，加上业绩结果容易获得，所以在整个 20 世纪 60 年代共同基金成为学术研究的主题。那时学者们正在积极寻找各种有说服力的证据来证明股票市场富有效率、以往的投资业绩并不能代表将来的状况以及基金经理人或者单个投资者取得高报酬率的唯一途径便是承担高风险等论断。

学者们测量基金的投资业绩时，总是将风险和报酬结合在一

起分析。也即在评价某种共同基金时，不仅要看其回报情况，还要考虑它获得这些回报所承担的风险。最理想的状况是，选择的基金既能持续获得丰厚报酬，同时风险又低于其他同类基金的水平。

较高的风险投资业绩可能来自超级的股票挑选技术，或来自超级的市场时机选择技术，或者是两者的综合。

夏普比率和特里纳比率

夏普比率和特里纳比率这两个指标可用来判断基金按风险调整的投资业绩。也即计算所谓的“风险溢价”或基金平均报酬率与相同期限内无风险短期国债平均报酬率的区别。风险溢价可以为正，也可为负，主要取决于基金经理人的经营风格。夏普比率的计算方法是将基金的风险溢价除以标准差，而特里纳比率则是将其除以β值。无论这两种比率中的哪一种，只要单位风险报酬较高，整个投资的价值就比较高。

例如，基金 A 在 3 年期内每月平均报酬率为 2%，而短期国债为 0.6%。该基金每月标准差为 5%。则基金 A 的夏普比率就是 0.28[(2%－0.6%)/5%]。

基金 B 每月平均报酬率为 1.4%而标准差为 2%。则基金 B 的夏普比率就是 0.4[(1.4%－0.6%)/2%]。显然，在按风险调整的基础上，基金 B 比基金 A 具有更好的投资业绩。

尽管符合逻辑且比较实用，但是这种按风险调整的报酬率指标并不完美。标准差或者β值的缺陷将会对其带来不利影响。

基金的α值

另一个按风险调整的报酬率指标是基金的α值。简言之，α值比较的是基金的实际业绩与在β值和市场行为均给定的情况下基金预期投资回报之间的关系。如果基金的报酬高于预期值，则α值为正。低于正常水平的业绩将导致基金的α值为负。有些监测基金运作情况的分析服务公司只提供一种按风险调整的基金投资业绩

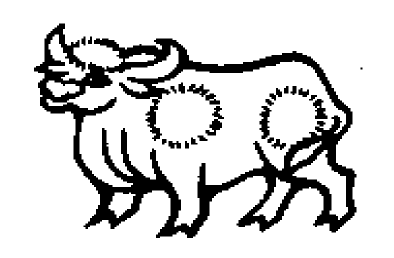
指标，或是β值，或者是基金的夏普比率，抑或是特里纳比率。

十、结论

削弱投资最基本、最有潜力的危险是企业风险。股票基金的投资者可以通过共同基金提供的投资内在分散性自动地予以规避。但市场风险却无法避免。实际上，市场风险是一把双刃剑：投资者若在市场处于低谷时出售股票则遭受实际损失，而在市场节节上升时还要面临错过上涨时机的风险。最佳的财富积累策略是进行长期投资。

很显然，要从某一类股票中获取较高的长期回报，就必须承担更多的风险或不稳定性。但如果向国债、可转换大额定期存单及类似金融产品投资过多，投资的购买力将被通货膨胀侵蚀。这种风险要更多一些。

第五章



费 用 类 型

在选择基金时，最重要的考虑就是观察其是否具有创造优良业绩的潜力。如果某个基金经理人具有挑选股票的高超技巧，那么投资相应基金的投资者就能赚钱。但即使这样，投资者也需要关注基金的各种销售费用和成本开支，因为它们会严重侵蚀投资收益，特别是在基金经理人表现不好的时候。费用高于同行的基金，就像一艘被超载的货物拖累的帆船。

常识告诉我们，在损益表中较低的费用可以产生较高的末行数字——也就意味着较高的股东净收益。而在计算若干年内复利时，较高的费用甚至会对收益产生更大的影响。复利微小的不同经过若干年的积累，就会造成总额的极大差别。费用较低的基金可以使投资者有更多的资金投入经营。这就是为什么需要对费用进行仔细研究并寻找最有效率的基金的原因所在。

一、费用的种类

通常，与基金有关的费用或成本有 4 种基本类型，即：

1. 销售费用。包括前收费用、后收费用(即所谓的"或有延缓的销售费用")及持续性销售费用。后者就是人们所说的 12b-1 费用。

2. 持续性服务费用。由于向客户提供了个人帮助而由基金公司支付给经纪人和其他销售人员的费用，主要是投资建议费。服务费用被认为是 12b—1 费用的补充部分。

3. 持续性行政管理开支。包括基金经理人的劳务费及基金运营的各种费用，如保管费和过户代理费等。

4. 交易费用。即在第三章曾经谈到的与证券交易有关的费用。交易越频繁，交易费用就越高。

不收取前两项费用的共同基金被称为纯不收费基金。

二、基金如何分销

要了解收取佣金的目的及产生的影响，就必须知道基金是如何销售的。共同基金股票的销售基本上有两条途径：一条是通过推销人员，另一条是由基金公司直接销售。

最通常的基金销售方法是通过推销人员。在这种情况下，基金的承销商就像是批发商或分销商，由它们将基金股票销售给经纪人或证券商，然后再通过其分支机构将基金股票出售给公众。许多经纪公司也出售它们自己设立的基金，如丁·威特、迈瑞尔·林奇、佩恩·韦伯等基金。这些企业还为一些基金公司（如美国基金、柯罗尼亚、富兰克林、先锋、普特那姆等）出售独立的收费基金股票。独立的基金不直接隶属于某个经纪公司或其他金融服务机构。保险代理人、财务策划人及银行代表等也出售这些独立的基金。

几乎在任何时候，只要通过推销人员购买基金股票，就得支付佣金。由于在基金选择过程中销售人员及其公司给投资者提供了指导，这些佣金的绝大部分是对他们的补偿。

直接销售基金是不经过任何中间人而把基金股票出售给投资者。这种方式一般通过邮递、电话、银行电报及基金公司在各地的办事处（少数情况下）来与预期和现实的投资者进行联系。这些基

金主要利用广告、直接邮件、口头传播以及讨人喜欢的宣传来吸引投资者。不收费基金的购买者不用销售人员的帮助，自己进行研究并作出选择。

最早的不收费基金是1928年由斯库德、史蒂文斯和克拉克创立。但是直到70年代，一场针对低收费的运动开始引起毫无生机的市场环境中的投资者的兴趣时，收费基金才在这一行业中占据主导地位。

在最早的几十年里，两种基金之间有着明显的区别。收费基金通常在初始和其后的购买中预先收取8.5%的佣金。而不收费基金则不收取佣金。但是1980年证券交易委员会引入的12b-1费用使情况发生了变化。两种基金的界限变得模糊不清。现在不同的基金定价结构混杂在一起，以供投资者选择。

关于收费，投资者需要记住的主要事情就是，任何东西都不会无偿得到。如果在选择基金和管理自己投资的过程中需要经纪人和其他销售人员的帮助，就必须以某种方式付费。招股说明书事先对基金的定价有详细的说明，投资者必须仔细对其进行研究。目前，证券交易委员会和美国证券交易商协会对什么基金可以收费做出了更多的规定。

前收费用

顾名思义，前收费用是预先收取的。它平均在4%～5%之间。假设，某投资者对一种前收费用为5%的基金投资10 000美元，那么费用就是500美元，或者说是9 500美元实际投资额的5.26%。在每天的报纸上，投资者可以很容易地找出收取前收费用的基金。报出价格，也称卖出报价，要高于基金的资产净值(NAV)，后者有时也称为买入报价。报出价格等于资产净值加上适当的前收费用。

从报纸上找出报出价格和资产净值，就能计算出最高的前收费用。首先，从报出价格中减去资产净值，然后用差额除以报出价格。

一种基金，如果报出价格为 20 美元，资产净值为 18.8 美元，那么前收费用就是 6%即(20.00 美元－18.80 美元)/20.00 美元。另外，《华尔街日报》每周刊登一次那些收费基金的最高初始收费情况。

如果是大量购买，这项费用会在达到投资临界点时或者随某种数量折扣而降低。一般地说，当投资达到某个最低限度(它可以从 10 000 美元到 100 000 美元间不等)之前，必须支付全额前收费用。投资临界点在基金的招股说明书中都有说明。表 5-1 列出了一种费用最高为 5%的收费基金的佣金表。对于某些基金，如果购买量非常巨大(通常是 1 百万美元以上)，费用就会下降至零。

表 5-1　收费基金 ABC 的佣金表

基金股票购买数量	销售佣金的百分比	
	公开报出价格的	净投资额的
50000 美元以下	5.00%	5.26%
50000～100000 美元之间	4.00%	4.17%
100000～250000 美元之间	3.00%	3.09%
250000～500000 美元之间	2.00%	2.04%
500000～1000000 美元之间	1.00%	1.01%
1000000 美元以上	0.00%	0.00%

佣金表还会说明在公开报出价格中经销商所拿走的份额。通常，经纪人及其公司拿走费用的绝大部分。例如，在表 5-1 我们假设的基金 ABC 中，继续假定若购买量为 50000 美元以下，经销商的佣金占 4%。因此，如果某人投资 10000 美元，他(她)将支付 500 美元的佣金，其中 400 美元归经纪人及其公司。

如果一种基金不收其他销售费用，它的前收费用最高将达到 8.5%，但很显然情况不会是这样。部分甚至全部的销售费用都从前收费用转到每年持续性的 12b-1 费用以及附加的后收费用。

持续性销售费用和服务费用

证券交易委员会 12b-1 标准允许基金每年收取一定的费用，

以弥补包括广告在内的各种分销费用。其逻辑是，自身有能力进行主动促销的基金能够吸引更多的资产，因而能更充分地从规模经济中受益。此外，推销人员为个人投资者提供交易服务也要征收12b-1费用。

有些以前征收8.5%前收费用的基金，在开始采用12b-1计划以后，削减或取消了原来收取的费用。到1993年年中，可允许的最高12b-1费用为每年1.25%，但此后销售费用部分降至0.75%（严格地讲，是以资产为基础的销售费用）。另外，还有一项最高年征收额为0.25%的交易服务费用以补偿注册交易代表或其他推销人员所进行的投资咨询。出于各种实际的需要，把最高0.75%的销售费用和最高0.25%的服务费用加在一起，就产生了每年按资产征收的销售费用和服务费用最高为1.0%的限制。

顺便提一句，没有前收费用和延缓费用的基金并不能被推销人员说成是不收费基金，除非其销售费用和服务费用加起来每年不超过净资产的0.25%。

今天，一半以上的共同基金具有一种或另一种形式的12b-1费用特征。针对12b-1计划，出现了很多严厉的批评。正如一个基金经理人所说的，其最大的缺陷就是，汇集新资金的费用源自现有股东。这些投资者为什么必须要支付广告费呢？毕竟，是基金的管理当局最直接地从新投资中获利。因此，一般来说，投资者应当尽量避开那些12b-1费用中销售费用和服务费用加起来超过0.5%的基金；投资一种基金的时间越长，高额的12b-1费用所致的负担就会越沉重。可以肯定的是，大多数机构投资者从不与征收12b-1费用的基金发生关系。

或有延缓的销售费用

对于那些由中间人出售的基金，后收费用抑或或有延缓的销售费用经常与12b-1计划相伴而存。其目的是确保经纪人有效获

得某种形式的佣金。如果投资者投资一种基金多年，那么推销人员可以通过上面提到的持续性服务费用得到补偿；而如果客户在购买基金后很快就出售，那么经纪人就通过或有延缓的销售费用得到补偿。

或有延缓的销售费用仅仅是在基金股票购买后的最初几年内被赎回时适用。如果投资者长期持有一种基金，这种定期逐步减少的退出费用就会消失。例如，如果股票在第一年里赎回，或有延缓的销售费用可能是5%，第二年是4%，依次类推，直到第五年后完全取消。或有延缓的销售费用通常是针对初始投资值征收的。然而，如果股票价格下跌了，它也可能按清偿收入征收。

仔细观察报纸上所列出的单个基金，就会判断出那些收取或有延缓的销售费用及12b-1费用的基金。注意下面这些在证券名称后面的字母：r表示收取或有延缓的销售费用或赎回费；p表示征收12b-1费用；t则说明既有12b-1费用，又有赎回费，换句话说，r和p都适用。

其他费用

偶尔地，投资者可能还会遇到收取其他费用的基金。这些费用有三种。

赎回费用　与或有延缓的销售费用不同的是，这种费用通常比例相对较小，比如销售量的1%，并且一般是固定的。有时候，这种费用的目的是劝阻人们不要在购买后很快就出售。相对而言，这种费用并不常见。另外，还有少数的不收费基金收取较少的赎回费用。

股息再投资费用　大多数基金允许股东将其股息和资本利得分配进行再投资，所购买的额外股份不用支付任何佣金。然而，少数基金也对股息的再投资收取费用。

转换费用　通常，在同一基金族内不同基金之间转移投资时

不收费。但是，有些基金公司就每次电话交易可能收取5美元，少数的还会收取10美元。有关转换优先权问题将在第十六章中讨论。

三、弹性定价

如今，在数量上不断增加的由经纪人销售的基金中，弹性定价结构赋予投资者如何支付其销售费用的选择。最早的弹性定价形式，称为二元定价，是1988年由迈瑞尔·林奇基金公司提出的。投资者可以对A，B两种普通股票的不同费用结构进行选择。

一般地说，A种股票收取4%～6%的前收费用，而B种股票没有前收费用但收或有延缓的销售费或赎回费。通常，12b-1费用也适用于B种股票。它也可能适用于A种股票。但如果A种股票收取这项费用，要比B种股票低。

大多数情况下，基金对其A种股票和B种股票进行构造，因此要作出最好的选择并不容易。这需要对费用进行仔细的分析。还要考虑投资规模及在一种基金中打算投资的时间等因素。例如，大投资者可以在某种基金的A种股票上得到数量折扣，而在B种股票上则不可能。但无论如何，如果投资者希望在相当长一段时间内持有某种基金，就应避开那些12b-1费用较高的基金。

除了A，B两种股票，像水平费用之类的定价选择也变得越来越常见。实际上，对于同种基金，投资者可以发现A，B，C，D四种股票。目前，对于C，D两种股票，尚无标准的行业定义。赋予投资者以不同的费用选择，有助于基金公司出售其产品。批评家们把数量激增的混合基金产品称为“费用疯狂”。根本的一条是不付费就不会得到任何东西。因此，投资者必须仔细阅读招股说明书。如果推销人员不能满意地回答投资者的问题，最好再去找一个更有见识的人。

四、营业费用

持续的管理费用和行政开支是基金费用率的一个组成部分。基金经理公司是一点一点而不是一次性地提取这些费用。只要持有某种基金，这些费用就会对其产生影响。

管理费用

任何基金都有的管理费用，是咨询公司因提供了证券分析和基金管理职能而收取的，因而也叫投资顾问咨询费。这些费用一般是每年收取 0.4%～1%。如果是 1%，那么 10 亿美元的基金每年收取的管理费就是 1 千万美元。管理费用相对较高的基金会在其招股说明书中作出如下说明："这项费用要比其他大多数投资管理公司征收的高"。这些额外的费用到底值不值呢？这要看费用的规模和基金的经营业绩记录。

基金的招股说明书会对管理费用进行详细的论述。在多数情况下，咨询顾问会陈述随着资产的增大基金将降低管理费征收的比重。比如，成长型基金 ABC 在资产首次达到 1 亿美元时管理费为 0.7%，其后的 4 亿美元资产为 0.6%，而超过 5 亿美元的部分则为 0.5%。投资者对那些随着资产的增加管理费并不减少的基金要特别提防。应该弄清楚基金是否将规模经济的收益分给了股东。

其他可能发生的费用

除了管理费用、销售费用及服务费用以外，共同基金还增加了其他一些持续性费用项目。这些项目的大多数适用于所有的基金。它们包括：

- 股东服务费
- 保管和过户代理费

· 股东报告费
· 法定费用
· 审计费
· 利息费
· 董事费

这些费用项目在基金的营业报告中会有详细说明，我们将在本章的后面进一步讨论。

将12b-1费用、管理费用及其他费用加在一起，就得到总的营业费用。把这些费用除以基金的资产（严格地说，是每月的平均净资产），就得到十分重要的费用率指标。

有些基金出于竞争的目的，常常控制其费用率水平。例如，基金补偿投资顾问的必要限度可能是保持最高1%的比例。这就意味着需要放弃一部分咨询费。招股说明书及年度报告、半年度报告中对此都会有详细的说明。在新的、规模较小的基金中，费用率限制更常见，但一般都是暂时性的。

五、标准费用表

证券交易委员会要求，基金要把所收取的各种费用概括列在位于招股说明书前面很显眼部位的一个表格中。从1988年以后，这种带有强制性的费用表，就是招股说明书最重要的部分之一，值得投资者进行认真的推敲。费用表分为三个部分：

1. 股东交易费用概览；
2. 基金营业费用分类；
3. 说明一段时间内费用变化的标准假设案例。

表5-2列出了两种假设基金的费用表。基金ABC收取6%的前收费用但没有12b-1费用，而基金XYZ没有前收费用但有0.75%的12b-1费用，除此之外两种基金在其他方面都相同。12b-

1 费用增加了基金 XYZ 每年的费用水平。

本例中 5%的年投资回报率和 1000 美元的投资是所有基金在其费用表中使用的标准数字，这样更便于比较。从表 5-2 中会看到，在前几年基金 ABC 的费用较高，而后来较低。10 年间的费用，基金 XYZ 为 227 美元，而基金 ABC 则为 207 美元，这就证明 12b-1 费用会随时间的延长而增加。如果假设基金 XYZ 是完全的不收费基金，不收取任何 12b-1 费用，那么它的费用率将会是 1.2%，在 10 年间其总费用将会从 227 美元降到 145 美元。

表 5-2　招股说明书中的费用样表说明

股东的交易费用	基金 ABC	基金 XYZ
购买基金时最大销售费用(按买入价格百分比计)	6.00%	0.00%
股息再投资时最大销售费用	0.00%	0.00%
或有延缓的销售费用	0.00%	0.00%
赎回费用	0.00%	0.00%
转换费用	0.00%	0.00%
每年的营业费用(按平均净资产百分比计)		
投资顾问咨询费	0.70%	0.70%
12b-1 费用	0.00%	0.75%
其他费用	0.50%	0.50%
总营业费用	1.20%	1.95%

标准案例

假定(1)年投资回报率为 5%，(2)在每期期末赎回投资，若每种基金各投资 1000 美元，所支付费用如下。此例假设各基金在表 5-2 中的总营业费用保持不变。但这并不代表基金在过去及将来的费用或业绩情况。

时间	1 年	3 年	5 年	10 年
基金 ABC	72 美元	99 美元	127 美元	207 美元
基金 XYZ	20 美元	61 美元	105 美元	227 美元

六、低成本转化为高投资回报率

在其他各种条件不变的情况下，费用较低的基金会产生较高的投资回报率。在股票市场上，由于固定收入型基金一般不会长期保持良好的业绩，因此低费用对债券基金显得特别重要。在其他方面表现很好的债券基金，会因较高的销售佣金和管理费用而逊色。此外，有很多人为向优秀的股票挑选者支付较高的管理费而辩护，因为这些人有能力增加股票的价值。但实际上，由于债券波动的幅度一般较小，债券基金经理人有出色表现的机会也就较少。有些基金的年投资回报率只能勉强超过通货膨胀率。

七、营业报告

除了费用表和费用率以外，投资者还应该认真检查基金的营业报告，它一般出现在年度和半年度的股东报告中。如果费用率过高并且不清楚是什么原因所致，分析营业报告就是明智的行动。营业报告含有详细的费用分类细目，通过它投资者可以了解各种费用项目与其他同类的基金是否一致。此外，还需要仔细阅读脚注，因为很多有关咨询费、利息费等的信息都包含在其中。

八、避免多重收费

有些基金会向其他基金投资，但这并不很常见，并且其业绩也不是很好。至少从理论上说，过度分散化的投资只能带来中等的收益，双重收费会对其投资业绩造成负面影响。当然也有例外。有些基金族能够通过较为经济的途径向相关基金投资，通常只收取一种费用。比如，范加德基金本身没有管理费。这种平衡基金对其他

七种范加德基金投资，这七种基金包括：四种股票基金、两种固定收入型基金及一种货币市场基金，这些基金按比例而不是累进地收取管理费。另外两个只收一重要费用的多重基金是特·罗华价格系列收入型基金和特·罗华价格系列成长型基金。它们都投资于其他的特·罗价格基金，最多达七种。通过这种方法，基金以较少的费用广泛分散了投资。

九、人们为什么要购买收费基金呢

尽管有很多不收费基金，但是有些人却愿意支付销售费用，这似乎很奇怪。毕竟，各种费用由于减少了净投资的资金数量因而会影响基金的业绩，这已是很明显的事情。投资者支付的佣金并不能其带来收益。然而，大约有半数的基金是通过推销人员成交的。为什么是这样呢？

事实上，投资者购买收费基金可能出于各种原因，其中有些说得通，而有些则说不通：

·很多人是通过有见识的推销人员了解到某些投资品的。不太经心的投资者并不了解分散投资的好处，比如一种国际股票基金；也可能不清楚低风险的大额可转让存单的替代品，例如短期债券基金。这就需要有经纪人、通过销售收费基金，引起人们对这些投资品的注意。

·有些投资者容易受骗。他们上了老练的经纪人的当，以为世上没有免费的东西，因此，即使是不收费基金也有隐蔽的费用。

·很多投资者可能不完全了解费用对投资业绩的影响。相反，他们所想的只是能多赚钱。经纪人经常信誓旦旦地辩解说，前收费用对业绩良好并且长期持有的基金不会有多大影响。

·许多人仅仅是对投资没兴趣，因而需要财务指导。他们也许光顾了忙自己的工作，没有时间在财务方面进行训练。

• 有的人只是难以拒绝令人激动的产品的可爱的推销人员。

我们当然不会走向极端以至于说"不要向收费基金投资"。事实上，如果在合适的时候购买了一种比较好的收费基金是很有价值的。有些人确实需要好的经纪人或财务策划人的指导。不然的话，他们很可能犯严重的错误并造成很多损失。他们不仅在买什么、什么时候买的决策上，而且在什么时候卖的决策上都会遇到麻烦。

进一步说，由于收费基金是由推销人员主动推向市场的，因而有时能比同类的不收费基金吸引更多的资产，由此就可能有比较低的费用率。

收费基金对有钱的投资者来说算不了什么，因为能够享受数量折扣的好处。正如表 5-1 所显示的，当达到某些投资临界点时就会有数量折扣。个人如果分别投资 5 万美元、10 万美元、50 万美元、100 万美元，支付的销售费用会越来越少。多数情况下，佣金是相当合理的。

如果投资 100 万美元，投资者只要签署一个"意向书"，基金就会提供一个数量可观的折扣。这样，即使不是一次完成所有的投资，投资者也可以支付较低的佣金。通常，最多可以有 13 个月的时间完成全部投资从而达到投资临界点。在这段时间里，所有的投资都会从低费用率中受益。此外，通过一段时间里的分散购买，投资者还能享受美元成本平均法的好处，这就意味着该投资者可以避免在一年中基金价格最高时投入全部资金的风险。

富有的投资者在投资时应当认真对比最好的收取前收费用的基金与不收费基金。同时，那些参加由雇主提供的储蓄计划，包括 401(k)和 403(b)计划的投资者，也可能以较低的佣金甚至不付佣金购买收费基金，因为通过雇主的大量投资雇员也可以享受到数量折扣。

许多著名的收费基金有着良好的长期业绩。投资者可以从《福

布斯》每年公布的排名榜上看到其中一些基金的名字。另一方面，任何人都不应考虑那些业绩平平而收费很高的基金。但不幸的却是，在基金世界中这种基金大量存在。

十、费用率在近几十年缓慢提高

在最近几十年里，共同基金产业急剧增长，同时费用率也在不断提高。这样，投资者就不再能够享受规模经济带来的好处。与50年代初的水平相比，股票基金的平均费用率增长了约一倍。

许多基金规模显著扩大，但是费用率却没有降下来，有时甚至上升了。这似乎不合逻辑，因为规模经济而使规模较大的基金每股费用降低。

下面一些原因可以解释为什么近年来费用率出现上升的趋势：

• 越来越多的基金收取12b-1费用。实际上，在1980年证券交易委员会批准之前，没有基金收取这些费用。而正如前面所提到的，任何12b-1费用都被包括在费用率中。

• 管理费也一直在增加。这种咨询费占基金总费用的很大一部分。

• 基金不断提供更多的股东服务。基金族为人数不断增长的投资者提供业务通信和其他教育材料，设置800个免费电话号码，以及其他服务，这些都需要花钱。有些基金族甚至有选择地在一些大城市设立了投资者中心，投资者可以随时光临。

• 最重要的也许是，试图进行费用分析反而会事情变得更糟糕。这一点我们在本章已经提到过。由于费用的变化对一般的投资者并不很明显，因此，对于不断上涨的费用，基金公司要么常常抱有侥幸心理，要么就介绍新产品。

第六章



有效市场与指数基金

如果拿起一份报纸或一本杂志，很可能就会读到一个有关当前热门基金的故事。新闻界热衷于有刺激性的消息，因而常常关注那些近期业绩排名最靠前的基金。但是，由于有些基金比如指数基金更具有可预测性，因此我们有理由认为应当避开这些热门基金。

指数基金从本质上说是无人管理的。它们所购买并持有的股票或债券与某一著名的市场指数比如标准普尔 500 种股价指数的成份股相同。这种基金的诱人之处是低成本和紧跟市场平均报酬率的有保证性。由于较低的费用和可预期回报，指数基金对于任何采取“购买并持有”投资策略的长期投资者来说都是适用的。

对于一种纯粹的被动管理式指数基金，基金周转率及交易费用都比较低。管理费也趋于最小。这种基金不会对某些特定的证券或行业投入过量资金。它一般会保持全额投资而不进行市场投机。当然，不是所有的指数基金都严格符合这些特点。带有具有指数性质的基金会采取不同的投资策略。

一、没有免费的午餐

六七十年代芝加哥大学和其他一些机构的学术研究主要集中

在市场效率的概念上。慢慢地，学者们开始接受这样一种观念：股票的价格在任何时点上大体上都是合适的，并且不可能提供连续不断的额外收益。换句话说，没有免费的午餐等着投资者。

因此，结论就是：如果不能达到市场的平均收益水平，最好尽可能地与其相接近。这可以通过建立一个大规模的分散型基金并尽可能地降低交易量以减少交易费用来实现。选择股票的最简单方法就是随机抽取。

普林斯顿大学的伯顿·马尔基尔教授在其受到高度赞誉的《漫步华尔街》一书，对指数基金进行了令人信服的论述。马尔基尔认为，指数基金应当比那些由典型的基金经理人管理的基金具有更好的投资业绩。为什么呢？因为大量的管理费和过高的基金周转率将吞噬投资利润。投资者欣赏指数基金的另一个原因是，他们可以确切地知道他们总会取得大体上相当于市场平均水平的投资回报，且从不会有大的出人。

二、指数基金的诞生

由于股票市场的“效率”概念逐渐为人们所接受，以及 2/3 到 3/4 的基金经理人的经营业绩达不到一般投资者所能接受的市场平均水平这样一个明显的事实，70 年代，指数化投资开始引起养老基金的注意。对基金的经营业绩来说，与主动式管理相关的交易费用是一个很大的负担，因此总的来看，是费用使经理人陷于不利地位。

第一个指数式共同基金是 1976 年设立的范加德指数信托基金。从设立之日起，这种基金就密切跟踪标准普尔 500 种股价指数的成份股。就在写作本书的时候，范加德 500 指数基金的平均费用率只有 0.2%，平均周转率只有 5%。它是那些近年来由于规模效益而致使每股费用下降的基金的一个代表。1992 年，这种基金的

资产已经超过了60亿美元大关。

80年代，由于标准普尔500种股指成份股中的大企业股票表现出色，范加德500指数基金也相应地有不错的业绩表现。其中，部分是因为专业的基金经理人对标准普尔500种股指的关注增加了。近年来，又出现了许多由范加德和其他基金族设立的新的指数式共同基金。据统计，目前大约有60种共同基金采取各种指数化投资策略。

三、不要期望投资会带来令人激动的结果

从某种意义上说，指数基金是很乏味的，因为它们的回报率从来不会超出市场平均的水平。但是，投资领域并不是大多数人寻开心的地方。有时候，最好的基金也会在一段时间里表现很平淡。不用说，生活中有很多其他的活动比炒股更刺激。必须记住，即使对专业人员来说，要想始终超过平均水平也是非常困难的。表现不佳的威胁是客观存在的现实，它会使很多投资者辗转反侧，夜不能寐。

四、股票市场效率研究

股票市场的效率问题对每一个投资者都是非常重要的。为什么呢？因为投资者或者基金经理人能够战胜市场的唯一方法就是在适当的时间购买和出售定价不正确的证券。

有关市场效率的研究最早集中在对以往价格的研究上。研究得出的综合结论是：价格在一段时间里通常是随机变化。换句话说，由于价格并不按照某种模式不断重复运动，研究股票的以往走势并不会为战胜市场提供必要的依据。这些研究成果成为支持市场效率的不充分证据。

为了寻找更有力的证据，研究人员接着对其他明显影响价格的因素进行了研究。其中，包括联邦储备贴现率的变化、股票分割、股息发放及公司收益等因素所带来的“公开宣布的影响”。研究表明，总的来看，在把交易费用作为一个因素考虑进去之后，根据这些公开发布的信息进行交易要想战胜市场是很困难的。

此外，研究人员还检查了共同基金经理人的经营业绩以了解他们是否能够获得大量的按风险调整的报酬率。有证据再一次证明，市场基本上是有效的，基金经理人能够获得高报酬的唯一方法就是承担高风险。

五、价格＝市场效率为100％时的价值

股票分析家通过计算股票的未来预期收益（通常是预期股息）来决定股票的投资价值或内在价值。然后，根据利率的大致水平和股票的风险程度，按照一定的折现率将其变现。

在一个有效市场中，股票实际上是在物有所值地出售，不存在定价过低或过高的现象。每种股票的波动都紧紧围绕其投资价值。新的信息能够并且确实不时引起企业价值的变化。对于出人意料的消息，价格会很快作出反应，并迅速上下波动。在一段时间里，消息的出现是随机的。股票对消息的反应越快，市场就越有效率。

图6-1反映的是有效的和相对无效的市场定价。在市场完全有效的情况下，价格将与相应的每股价值完全相等，价格与价值线重合。但是，到目前为止，还没有100％的有效，并且将来也不会这样。

从图6-1中，可看到在交易日t出人意料的利好消息使股价暴涨。有效定价线迅速上升到新的更高的价值点上；而无效定价线则以一种相对独立的方式运动，在大多数时间里远远背离股票的价值。

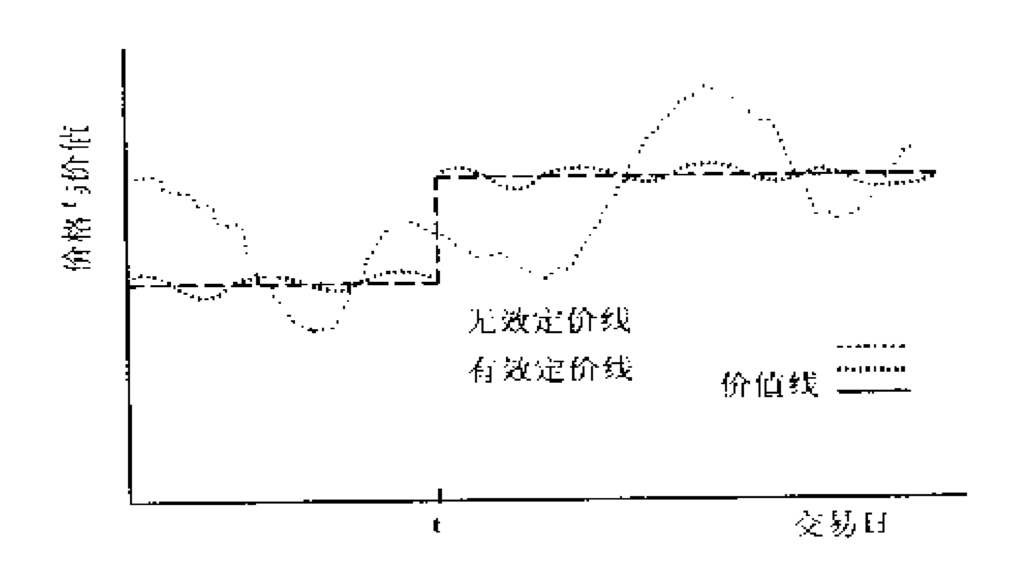


图 6-1　有效定价与无效定价

围绕内在价值的上下波动是由喧闹型和流动型投资者造成的。前者是凭借没有依据的消息或者感情来买卖股票，他们可能根据那些谣传、小道消息或者自己肤浅的研究作出反应。后者则是被动的投资者，他们卖出股票可能仅仅是因为需要现金，而进行投资也仅仅是因为手头持有现金。实际上，指数基金经理人就是流动型投资者。当其得到大量现金的时候，就需要向目标指数的成份股投资。流动型投资者一般不考虑价格与价值之间的联系。

由于存在着无效定价，也就有机会通过判断价格走势取得超出市场水平的投资业绩。基金经理人可以在自己认为价格远远低于其价值时买进而在价格等于或超过其价值时卖出。这种投资也称价值型投资。如果市场完全有效（当然它不是），价格和价值就不会背离太远，人们也就得不到超额利润，特别是把频繁交易的高费用因素考虑进去以后更是如此。

六、是什么使市场有效

一个有效的市场离不开大量有才华、经过专门训练的证券分

析人员的密切关注。这些人能对任何有意义的消息作出反应。今天的股票市场要比30年代有效得多。那时，证券分析才刚刚起步，有经验的竞争对手也很少。现代证券分析之父，本杰明·格雷厄姆认为，30年代以后的几十年里逐渐发生的变化使市场变得更加有效。正如他1976年在一次研讨会上所指出的，以往曾发挥了很好作用并被广泛应用的股票分析技术，其应用价值在变得越来越低。

按照有效市场理论倡导者的观点，在当今的市场上，投资者或者基金经理人要想通过对消息的迅速反应来获得比市场平均水平更好的投资回报实际上是不可能的。目前，经验丰富、反应敏捷的竞争者简直太多了。

然而我们已经提到，市场效率是不完全的。一个重要问题是：市场在多大程度上有效？事实表明，当市场对那些进行了大量研究并且交易频繁的大企业是非常有效的时候，无效的情况也是存在的。例如，很多交易量较小且不为人所知的小企业。除此之外，投资者还会对利好和利空消息作出过头反应。另外，还有相当数量的喧闹型交易仍然存在。

正如你可能料到的那样，有效市场理论受到一些强烈的批评。80年代，一些学究式的人物试图通过深入研究以寻找某些与有效市场假说不符的现象，而且他们也确实找到了一些。现在，有些摇摆不定的人已从完全有效的立场转变为持有折衷的观点。

七、股票市场异常

很显然，股票不会总是完全按其价值出售。前面已经说过，投资者会对利好和利空消息做出过头反应。当很有可能暴发一场大战或其他灾难的时候，我们就会看到突然间股票猛烈抛售的现象出现。而如果情况出人意料地得到解决，价格则会迅速反弹。同样的过激反应在有关个别企业的利好和利空消息出现时也会发生。

但通常价格要比价值的波动幅度更大。当投资者大恐慌的时候，股票会以压低的价格收益比率成交，这便能给那些搜寻便宜货的投资者提供大量的机会。而当投资者极度乐观并且企业股票以令人难以置信的高价格收益比率出售时，优秀的基金经理人则常常减少其持股数量。无论个股还是市场大盘，贬值或高估的情况都会持续一段时间。

80 年代，研究发现了大量的异常现象，诸如低价格收益比率、小企业和被忽视企业效应等等。还有一些与日历有关的市场异常现象，比如一月效应、超级大腕现象等等。

这些例外情况意味着，有很多投资策略至少可以使投资者在有限程度上战胜市场。例如，事实已经表明，投资价格收益比率低的股票比投资价格收益比率高或处于平均水平的股票能够产生更好的投资业绩。此外，购买那些以异常大的折扣进行交易的好的封闭型基金也有可观的利润。

共同基金投资者应该对市场效率问题给予关注，因为他们肯定想了解一名非常老练的基金经理人是否能持续有不俗的表现。有效市场理论的专家可能会说，少数经理人能够持续获得超额利润纯粹是碰上了好运气，他们并不能保证能够继续获胜。当然这是有争议的。有些经理人非常聪明，他们能够得到高于一般水平的投资利润。真正的问题是：投资者能在今天找到那些在以后的 10 年里会有出色表现的经理人吗？如果认为自己不能，那么指数基金就是一个比较合适的选择。

八、市场指数

当然，成功的投资部分取决于投资者所选择的股价指数。每种指数反映的是市场不同部分的变化，比如大蓝筹股、小股票、欧洲股票等。其他指数则反映行业特点比如公用事业。这些不同的指

数采用不同的计算方法。例如,历史悠久的道·琼斯工业平均指数使用价格加权法,这意味着只有30种成份股的价格被引入计算过程。由于成份股只包括了数量很少的大蓝筹股企业,这一指数实际上只是一个粗略的显示器。

而对于更常见的像标准普尔500种股价指数这样按市值总额(或资本总额)加权的指数,其中每一种成份股是按其市值规模比重计算的。该数据可以通过企业的资本总额或者每股价格乘以发行的股份数得到。例如,1千万股每股价格40美元的股票,其市值总额为4亿美元。

假设有4种股票组成一个假设的F&W4指数,如表6-1所示。

表6-1 F&W4市值加权指数

股票	股票价格 (单位:美元/每股)	发行股份 (单位:100万股)	市值总额 (单位:10亿美元)	股票指数 计算权重
A	80	25	2	16.7%
B	60	100	6	50.0%
C	50	60	3	25.0%
D	100	10	1	8.3%

股票B,市值最高,为60亿美元,在指数中的权数也最大,为50%;而股票D在指数中所占比重最低,为8.3%。把每种股票的市值除以指数中所有企业的总市值120亿美元就得到其权数。相反,如果F&W4指数是按价格加权,每种股票的权数就是其价格除以价格总数290美元。股票D的价格最高,为100美元,尽管其市值最低,但在指数中将占34.5%的最大比重。人们逐渐认识到更复杂的市值加权指数要比简单的价格加权指数更可靠。

像埃克森、通用电器、沃尔·玛特这样的巨型企业在标准普尔500种股价指数这样按市值加权的指数中发挥着重要的影响。比如,埃克森约占标准普尔500种股指总市值的3%。如果指数按算

术平均计算，埃克森像其他股票一样，只占0.2%。事实上，标准普尔500股价指数的成份股中最大的50家企业占其市值总额的50%，而从股票种类上看，它们只占10%。因此，这50家最大股票的业绩要比任何从指数中随机抽取的50家企业的业绩重要得多。

九、各种指数基金

指数式共同基金为投资者提供了更广泛的投资选择。普通指数基金一般跟踪著名的指数，如限定在小股票上的拉塞尔2000股指、限定在较大企业上的标准普尔500股指或者针对全部国内股票市场的威尔雪5000种股指等。

有些新的准指数基金与普通指数基金有所不同，它们主要强调企业的成长性（高收益盈余）或增值潜力（价格可能被低估）。在一种包括范围很广的指数中，成份股被简单地分为成长型和增值型两种，并分别相应成为基金投资的对象。投资这两种股票基金的任何一种都是一种比较经济的投资途径。

另外，还有几种投资于欧洲、太平洋地区甚至日本企业的国际指数基金。投资者可能还会对投资债券指数基金举出很多充分的理由，因为它们的表现比一半以上主动式管理的基金公司要好得多。如果投资者想在一种基金中既有债券又有股票，那么可以选择平衡指数基金。甚至还会有以黄金股票或天然气行业为投资目标的专业基金。

一个热衷于股票市场的人，能够很容易地对指数基金所包含的国内和国外股票进行广泛多样化的组合。除了像范加德基金公司能够提供各种指数基金外，其他各基金公司都至少设有一种指数基金。其中，包括本汉姆、公牛与熊、柯罗尼亚、迪曼森、德雷弗斯、费德里提等。

有关投资指数基金的一个警告是，当其他基金通过主动式管

理努力超过市场指数的时候，指数基金经理人只是消极地复制市场指数。如果一种基金大量采用期权或期货并且有很高的费用率或相对较高的周转率，那它就不是纯指数基金。此外，并不是所有的指数基金都是完全的不收费基金。投资者必须仔细阅读招股说明书。另外，以同种指数为基础的各种基金之间可能会有巨大的差别。

那些并不采取传统被动式管理的指数投资策略的基金未必就最糟糕。但是，投资者需要将其费用与预期收益相比较。千万别向自己不了解的东西投资。我们认为，由有效定价的大蓝筹股组成的完全被动式管理的指数基金最有投资意义。

十、妥协的指数化投资

投资指数基金，无疑就等于放弃了战胜市场的机会，但同时也确保了自己不致为市场所抛弃。另一方面，尽管费用较高，许多主动式管理的共同基金在长期内也有与一般的指数基金相当无几甚至更好的投资业绩。投资者每年可以从《福布斯》杂志的排行榜上找到这些基金。有专人管理的基金适合于投资那些效率不足的市场，如小企业股票等。此外，这些基金也适合向国外股票市场投资，因为这些市场比较而言效率也不充分。

由于国内股票市场并不是完全有效的市场，因而价值型投资仍有必要使用。指数化投资的缺点是无法对投资个股的代价产生硬约束。根据定义，传统的指数基金并不必然就要寻找廉价股票投资。它们仅仅是打算尽可能地复制某种市场指标。因此，作为一种妥协的产物，投资者可以将一部分资产投向主动式管理的基金，甚至是可以投向一些个股，再将余额投资指数基金。

十一、如何使用指数化投资：一个案例研究

玛利亚一例将表明如何用指数基金来构建一个比较广泛的投资组合的基础部分。玛利亚，40岁，一名富裕的纽约广告主管。玛利亚对股票市场很感兴趣，从十几岁就开始进行股票投资，但是她早期的投资并不算成功。实际上，有一次曾因一家计算机公司破产而损失了5%的投资。

但是，玛利亚从她的失败中汲取了很多经验教训并制定了一份计划以积累和保护自己那笔大部分来自遗产继承的财产。她打算在50岁时退休，并计划届时能使自己今年10岁的女儿进入大学。

玛利亚有足够的流动资产储备以应不时之需，同时在长岛自己租得的住所有大约100万美元的投资。此外，还有20万美元的高等级市政债券。但是，玛利亚认为指数基金能够提供一个风险较低的投资基础，因而自己最主要的投资应当投向这里。

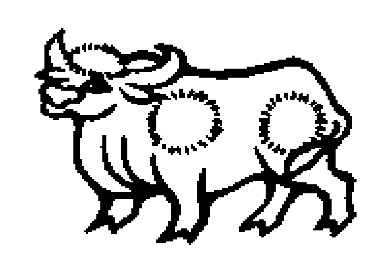
多年投资的经验告诉玛利亚，在长期内，个人投资的业绩很难超出抑或赶上市场的平均水平。为此，她建立了一个具有广泛分散性的指数化投资组合，将总计大约150万美元的资金分别投向5种不同的指数基金。这些基金各自包括的证券，分别是国内股票、欧洲股票、亚洲股票、太平洋周边股票以及债券等。玛利亚将35%的投资用于针对国际股票的指数基金，40%的部分用于针对国内股票(其中大约一半是投向小企业股票)的指数基金，其余25%投向债券指数基金。通过自动投资计划，玛利亚每月向各基金追加固定数量的投资。

然而，玛利亚仍然喜欢涉猎股票市场。在其金字塔型投资结构的顶层，她对自己较为关注的十几种新兴成长型企业股票共计有20万美元的投资。玛利亚出席这些企业的股东大会，以了解它们

各自的经营走向。由于能够及时掌握有关这些企业的各种信息，玛利亚感到自己具有一定的优势。

这 20 万美元的股票投资只是玛利亚整个 190 万美元投资中的一部分。由于绝大部分是指数基金投资和高等级市政债券投资，玛利亚认为自己持有进取型股票应当足够稳妥。即使这部分投资全部损失（实际上并不可能），也不会改变今后玛利亚的生活标准和退休金计划。不管怎么说，玛利亚采取这种投资结构，既能使自己摆脱全部资产投向指数基金所带来的枯燥乏味，又能体会到自己直接管理股票投资所产生的刺激和挑战。

第七章



国际导向型基金

分散投资可以减少风险，这是投资共同基金的主要好处。但投资者仍可能冒股市行情跌落的风险，而对于那些只持有本国股票的美国投资者来讲，这种风险则会更大。

将资金分散到不同的股市，这样投资者无需牺牲利润就能减少风险。事实上，经过较长一段时期后，投资者往往会获利更高。这正是在国际间分散投资的意义所在。

一、共同基金的优点

对于单个股票购买者，投资外国市场要比局限于在美国投资的情况更复杂、代价也更高昂。因为投资外国市场较难及时掌握外国公司的有用信息并分析其财务报告和其他数据。较之于美国本土市场，海外市场尤其是发展中国家的市场更不稳定，也更缺乏流动性，交易费用可能会相当高。另外，许多市场还缺乏完善的管理。

而共同基金是由经验丰富的投资组合经理人经营的，因此它为进行海外投资提供了一条理想的途径。基金经理人常常外出接触供应商、顾客、银行家和独立的会计师，他也会参观所投资的公司并会见公司的高层管理人员。在公布信息不足的条件下，实地调

查就变得十分必要了。所以很容易理解为什么国际基金的管理费更为高昂。

二、美国本土外的投资机会更多

随着经济交流的复杂化，今日世界在日益缩小。几乎每天每一时刻，世界上都有某地正在进行着贸易活动。美国仍是全球最大的金融市场，然而其在全球股市中的影响力正在削弱。20 世纪 70 年代初，美国以外的国家占有世界股市价值的 30%。到 1980 年，这一占有率上升至 50%多一点儿，而到 1992 年则达到大约 60%。另外，它们在全球国民生产总值中的占有率也在相应地增长。全球四打以上的股市，尤其是新兴国家的股市，许多已经显示出良好的发展机会。

进一步地说，世界上一些最大、最好的公司也立足于美国本土之外发展。全球十大保险公司的七家，十大化学公司的八家，十大电力公司的八家，十大汽车公司的八家，十大机械制造公司的九家，十大公用事业公司的九家以及全球二十四家大银行都不再采用纯粹的本国投资方式！

全球化

20 世纪 70 年代，美国开始对金融市场取消管制。现在，这一趋势已扩大到包括英国、德国和日本在内的其他许多国家，取消管制使全球投资者更易于涉足外国证券。

20 世纪 80 年代，公共机构基金尤其是养老基金大规模地转向国际投资，而越来越多的个人投资者也开始进行国际投资。共同基金行业中出现了大量的新型外国共同基金。本书写作之时，里普分析服务公司已搜集到 56 种全球基金，9 种全球小企业基金，107 种国际基金，27 种欧洲地区基金，23 种太平洋地区基金，3 种拉美

基金,6 种日本基金和 3 种加拿大基金。另外,还存在着 40 多种封闭型单一国家基金。

增大的投资分散性

如前所说,尽管风险程度一定,全球投资者仍可能有更高的投资回报。另外,在任何时候都有某些市场给予海外买主更多机会来寻求便宜的投资品和效率不足的市场定价,因而它们比其他市场能给投资者带来更多的收益。由于美国经济比多数国家都成熟,所以预计美国市场将会是低速增长。而在发展中国家,一些较成熟的工业,如水泥行业,则可能得到广泛的发展。

风险减少的原因是不同的股市并非总是在均衡协调地运动。有的是在这样发展,而另外的则是在那样发展。不同市场间价格运动的联系程度(用相关系数表示),有可能极低。特别是对于智利、希腊、印度尼西亚、墨西哥、菲律宾、泰国和土耳其这样的新兴国家,情况更是如此。

何为相关系数?如何推算?相关系数是从两组数字的时间系列(如美国和墨西哥各自逐年的股价)中计算得出的一种统计指标。相关系数可推算出两组时间系列共同运动的紧密程度。A+1.0的相关系数表示联系完全是积极性的;而 0.0 值显示出完全的独立性——如美国和墨西哥的股价相关系数为"0",意味着这两个国家的股价变动彼此完全无关。相关系数越接近"0",各股市间的股价关系越弱,而投资分散的收益越大。

不同国家股价间的时间系列关系大体上是相关的,但通常系数低于 1.0。研究者发现美国股票市场和一些外国股市间的相关系数为 0.5 甚至更少。对于国际型投资者,这是一个绝佳的信息。

表 7-1 列出了一些实例。这些系数高可达 0.74(美国与加拿大),低则到 0.12(美国与奥地利)。22 个相关系数中有 16 个低于 0.5。例如,美国和日本间的联系只有 0.27。这一信息确凿无疑地

证明，投资在国际间分散有利于减少风险。

表 7-1　各国或地区股市与美国股市价格变动的相关系数*

国家	相关系数	国家	相关系数
澳大利亚	0.38	马来西亚	0.50
奥地利	0.12	墨西哥	0.15
比利时	0.41	荷　兰	0.57
加拿大	0.74	新西兰	0.26
丹　麦	0.32	挪　威	0.46
法　国	0.47	新加坡	0.53
西　德	0.33	南　非	0.22
香　港	0.31	西班牙	0.37
爱尔兰	0.45	瑞　典	0.39
意大利	0.26	瑞　士	0.52
日　本	0.27	英　国	0.57

* 按美元计算；时间为 1981 年 12 月至 1992 年 12 月。

资料来源：戈德曼—萨瑟公司

诚然，随着以多国贸易为主要内容的全球化趋势日益增长，世界经济正变得越发联系紧密，彼此依赖。这意味着不同市场之间会显示出更多的联系。但是要使各主要市场的步伐协调一致，还需要较长的时期。

三、特殊风险的考虑

尽管国际间分散投资可以降低不稳定性，投资者仍然面临某些危险。这些风险可分为三大类：

1. 国家风险。这包括各种经济困难和政治问题，如战争以及和地震之类的自然灾害。在美国，国家风险的可能性相对较小，但在种族关系紧张的南非这类国家，则极易发生。集中投资在一个或少数市场也会增加投资者所承担的国家风险。

2. 股市风险。外国股票市场往往不如美国股市发达和高效，

并且它们的管理较为不善，当然也无法享受美国证券交易委员会的保护。许多海外股票交易不旺，行情不稳。它们往往以相当高的价格收益比率成交，因而一旦投资者对股市缺乏信心，这些市场就会相当脆弱。国家风险和股市风险常常是相继出现，这在发展中国家和新兴国家中尤为明显。

3. 货币风险。如果美元对海外投资所使用货币的比价上升，那么投资回报会受到不利影响。相反，美元下跌则会使外国股票以及国际共同基金升值。

国家风险和股市风险值得加以重视。为了从国际间分散投资中获益，投资者应至少分散投资于六个国家——这正是典型的外国共同基金的投资要求。但这一做法并不一定能够减少投资者的货币风险。因此，国际基金通常无法避免美元坚挺所致的危险。

四、货币风险

日元、英镑、法郎、马克、比塞塔、比索、里拉和卡洛拉——外国基金经理人每天都和这些甚至更多的货币打交道。海外股市交易常常使用所在国货币。因此，外国证券综合了某一具体股票或债券的投资以及货币投机。

简单地说，货币风险对于美国投资者所起的积极或消极作用表现在以下方面：

· 如果美元上升（外国货币跌落），则美国投资者遭受损失。

· 如果美元下跌（外国货币上升），则美国投资者获利。

例如，假设在投资法国证券时，法国法郎对美元的比价是5：1，即1法郎兑换20美分，而第二年法国法郎与美元的比价升至4：1，即1法郎兑换25美分，那么法郎对美元的比价上升了25％。如果这年里法国股市上升20％，那么，美国投资者的总报酬率将是50％。

表 7-2 显示了对于美国投资者在法国证券上的投资，货币风险将带来的影响。如前所说，货币波动增加了额外的危险。它们可能提高报酬率，如情况 1 和情况 2；可能减少报酬率，如情况 4 和情况 5；或者像情况 3 那样影响甚微甚至毫无影响。

表 7-2 货币对总报酬率的影响

情况	法国证券报酬率	法国法郎报酬率	美国投资者总报酬率
1. 证券和法郎均获利	+20%	+10%	+32%
2. 证券持平，法郎获利	0	+10%	+10%
3. 证券获利，法郎持平	+10%	0	+10%
4. 证券获利，法郎受损	+20%	−10%	+8%
5. 证券和法郎均受损	−20%	−10%	−28%

显然，当美元贬值时，持有外国股票的投资者可获得一大笔收入。这种情况在 20 世纪 80 年代中后期表现得十分明显，并且使那些持有海外股票或债券基金的美国投资者们获益匪浅。另一方面，如果美元升值，则投资者的外国投资回报会受到不利影响。

兑换率的短期波动情况很难预测。其长期表现可以反映政治环境和国家经济增长情况。那些国际收支呈顺差和通货膨胀率较低、利率较高、繁荣的经济强国往往其货币十分坚挺。

对于分散型国际基金的长期投资者，货币风险的影响通常并不重要。这是因为随着时间的推移，有利和不利的波动会多多少少互相抵消。因而，货币变动并不是影响长期总报酬率的主要因素。

通过套期保值回避货币风险

不过，持有外国股票的基金仍有能力降低货币波动造成的不利威胁。它们可以引进一种抵消头寸的方式来套期保值以控制有害风险。为套期保值，基金经理人会采用货币期权、期货交易或所谓的“远期合同”等形式。

当然，如果基金经理人错误地估计了货币的走势，则套期保值就可能减少投资者的收益，再加上另有一些支出，所以如果非用不可的话，基金经理人通常只是有限度地为共同基金套期保值。投资者可以通过研读基金招股说明书、询问经纪人或与基金电话交易代表联系等途径来了解基金的套期保值活动。

五、外国基金选择

近年来，投资定位于美国以外的基金呈现出爆炸性倾向。20世纪80年代国际投资还极为罕见，而今天几乎连最小的基金公司在此领域都有所涉足。这一国际投资领域包括大量开放型基金和封闭型基金。它们分为以下几类：

1. 单一国家基金。投资的对象集中在一个国家，如德国、日本或墨西哥。这一类的基金多数属于封闭型基金。

2. 地区基金。在世界某个主要地区，尤其是在欧洲、亚洲、太平洋沿岸或拉美等地区投资。

3. 国际基金。向美国以外的任何地方投资。大多数基金在各类国家均有投资。

4. 全球基金。既在本国又在外国投资。有代表性的全球基金一半以上投资于非美国市场。不过这些基金能够灵活地将其投资移入美国股市，这是其一大优势。

某些外国基金的专业化程度较高。例如，它们可能将投资只集中在某些小型国际股票或某一具体领域（如医疗保健）里的国际股票上。还有，某些外国基金会被组织为指数基金。大体上来说，投资涉及的国家和地区越少，则投资的分散程度就越高。

单一国家基金

大约40种以上的封闭型基金其投资仅限于单个市场。表7-3

显示出这种基金所投资的国家。相反，只有少量开放型基金在这样狭小的范围内投资。这些少量的开放型基金，其投资目标主要为日本或加拿大股票。

表 7-3　单一国家基金所投资的国家或地区

阿根廷	印　度	菲律宾
奥地利	印度尼西亚	葡萄牙
澳大利亚	爱尔兰	新加坡
巴　西	以色列	西班牙
加拿大	意大利	瑞　士
智　利	日　本	中国台湾
中　国	韩　国	泰　国
法　国	马来西亚	土耳其
德　国	墨西哥	英　国

为什么会有所不同呢？由于新兴国家市场极强的易变性和不流动性，因此针对这些国家投资的单一国家基金必须采用封闭型的形式。如前所述，封闭型基金无须还本付息，这样即使基金价格强烈回旋也仍可保留其资产。相反，开放型基金庞大的股息偿还量对于基金投资而言，无疑是灾难性的影响，甚至会有害于那些小型股市。

单一国家基金的投资风险极大。封闭型投资结构中存在着巨额溢价和折扣。它增加了某个具体外国市场的不稳定性。因为封闭型基金像股票一样交易，所以其股票价格始终比资产净值浮动的范围更为广泛。

我们常常可以见到一种基金在资产净值基础上溢价 80%，而另一种基金则可能折价 20%。每星期一，《华尔街日报》的公开交易基金栏中都会列出单个封闭型基金的折价率和溢价率。这些数据同样也每周出现在《贝龙》和其他一些报纸上。

要确保自己对定位于较小市场的单一国家基金的投资运转良

好，投资者至少需要持有五六种股票以保证充分的投资分散性。投资者还需要掌握好买卖的时机。过高的折价率可以带来超额利润，而过高的溢价率则肯定导致高于平均水平的风险。

日本股市

对于在单一国家投资所获得的利润和风险，日本的情况可作很好的说明。

日本是美国投资者首先选择的投资对象国之一。第二次世界大战后很长一段时间里，日本经济经历了惊人的发展和强有力的增长。日本公司现在占有全球股票市值的大约1/4，仅次于美国居第二位。日本拥有2500多家上市企业和8家股票交易所。投资日本的开放型基金主要由费德里提、特·罗华价格、斯库德等基金族提供。而其他许多主要的外国股票基金，特别是太平洋沿岸基金，其投资重点也是日本。

封闭型日本基金于1962年公开上市后，购买并持有其股票份额的投资者获利甚丰。根据摩根斯坦利资本国际公司提供的数据，日本股票市场的复合年报酬率达到22.4%，而美国股票市场只有9.3%。

然而，日本市场却极不稳定。反映东京股票交易所精华部分的223种股票变动情况的日经指数，在1989年上升了29%。在那一年最后一个交易日，日经指数高达空前的38916点。但接着，指数陡转直下。到了1992年夏季，日经指数比不到3年前创造的高纪录下降了50%以上。即使已降至如此低的水平，全球交易者仍担心它会进一步下跌。由于日本股票的高价格收益比率，不足的股息收益率，黯淡的收益前景，再加上日益严重的商业衰退，投资者感到对日本经济还是估计过高了。

1992年8月，日经指数降低14309点，是6年来的最低水平（比1989年12月的最高点下降了63%）。因此，当日本政府表示

计划对萧条的股市和经济进行扶持时，股市行情有了改善。在几星期内，由于这条消息的作用，日经指数反弹了25%。然而，因为经济困难仍然存在，所以投资者依然提心吊胆。

不同市场即使是日本这样的主要市场，由于波动的影响范围广泛且不可预测，决定了在多国间分散投资的重要性。投资者应吸取这一教训，将资金分散至不同国家以减少风险。

地区基金

大多数的地区基金集中在欧洲、亚洲和太平洋地区，只有少量集中在拉丁美洲。当全球某地区的前景格外看好时，投资者会购买向该地区投资的基金。例如，1992年欧洲一体化进程、近期拉美股票的新兴以及东南亚经济持续的高增长都吸引了大量的投资者。

由于这些基金的地区投资范围较为狭小，它们被认为比广泛分散的全球或国际基金更为不稳定。但是通过一组单一国家基金向某地区投资的好处是投资者可以让专业经理人员为其制定投资分配决策。投资可以从行情跌落的市场转移到行情看涨的市场中去。

国际基金

这类基金的全部资金实际上都投资于美国以外的市场。该类基金中较早出现的有：克莱沃特—本森国际股票、斯库德国际股票和特·罗华价格国际股票等基金。由于其更广的投资指标，因此对于普通个人投资者来说，这种基金是比单一国家基金或地区基金更好的选择。

不过提出一个忠告，由于日本是世界资本市场的大户，因此国际基金中大部分份额的资金被分配给了日本。对比不同的国际基金时，投资者应特别注意日本所占的份量并一定让它适合于自己的需要。

基金在不同国家（如日本）的定位可以反映基金经理人独立思

考的能力，而不是盲目追随其他职业投资群体的做法。独立是大多数成功经理人的显著特点。在孕育大量创造性机会和增值机会的国际投资领域，独立显得尤为重要。

全球基金

全球基金也持有美国股票或债券，这是它不同于国际基金之处。这种基金的招股说明书提供总体投资方针，而其近期股东报告则给出在各国投资的分布结构。通过研读招股说明书和股东报告，投资者可以了解基金投资的具体地点。

各全球基金对美国投资的情况极为不同。一些基金面临对其在美国国内和国外投资程度的限制；另一些则是一旦发现有利可图就不管三七二十一紧紧地抓住。按照基金招股说明书中的总体投资方针，基金经理人可根据自己对不同市场、市场中的公司以及美元前景的估计，在美国和外国之间转移投资。由于这一途径更为宽广，所以全球基金最适合那些刚刚熟悉国际间分散投资的投资者。

但是如果投资者选择了一家全球基金，必须意识到基金的相当部分资产是投向美国股票。同时，还要经常检查基金在各国的分布结构。对投资者而言，知道投资流向哪里，无疑极为重要。

小企业基金

由于流动性不足、信息匮乏和其他一些困难，大多数外国股票基金瞄准的是海外大公司，因为这种公司易于发现、易于调查，也易于投资。不过小企业，无论是国内还是外国的，都常常具有高于平均水平的增长潜力。尽管多年来外国小企业基金较少，但如果跟踪记录能说明问题，则预计未来它们会有可观的发展趋势。在许多情况下，这种基金投资股票和潜力丰厚的市场，其前景远胜过目前。并且由于这种基金并不与美国小企业股票同步运行，所以它们额外提供了一层投资分散性。当然，小企业全球或国际基金并不提

供完整的投资项目。投资者只有作好长期的并主动承担风险的准备后，才可以对这类基金进行投资。

六、结论

全球股票总市值的大约60%存在于美国以外的国家。这为跨国投资提供了许多有趣的机会，由于各种原因，对于那些期望涉足外国股市的小型投资者，共同基金是一种很好的手段。

根据常规的估计，为获得投资分散性，投资者所有投资的10%到40%应分散到各国股票上去，但是这种分散化不应超出投资者所能接受的程度。就如国内投资一样，投资者应将外国投资视作一种长期承诺。投资者既会在较长时间内获利甚丰，同样也会承担不稳定性所致的风险。

对少数国家中占重要地位的单一国家基金和地区基金，投资者应持审慎态度，并且应意识到波动性溢价和折价使封闭型基金比开放型基金具有更大风险。基金的投资分散性越有限则风险大，投资者越需对投资进行分析。过去3年里日本股市的运动情况已说明了国际范围内投资的内在风险及投资回报。

第八章



固定收入型证券的运作

共同基金产业的主体是债券基金和货币市场基金，大约是产业资本的3/4。与固定收入型市场的扩展相平行，1980年以来这两种基金发展迅速。近年来债券的改进类型已出现，尤其是可背书抵押类的债券。这些创新引起了目前现有固定收入型基金类型的广泛细化。里普分析服务公司对主要的70类债券和货币市场基金进行跟踪分析。

根据总价值标准，国内固定收入型证券的市场价值远远高于股市价值。许多由专职人员(包括基金经理人)进行的买卖活动牵涉到1百万美元或更多的大宗股票。总的来说，在机构债券市场中，一宗50万美元的交易被认为是最小的周转金额。

货币市场证券是指短期债务契约，包括短期国债、商业票据、回购协议、存款证明和欧洲美元等。货币市场证券的期限为一年左右。回购协议常常在下一个交易日兑现。

固定收入型资本市场，即为人熟知的债券市场，是长期债券市场。它可分为六大单元：

1. 公司债券。

2. 美国国债。

3. 美国联邦政府机构债券。

4. 可背书抵押债券。

5. 免税债券。

6. 外债。

本章将主要讨论资本市场和许多种类的债券基金。而旨在存放现金的较为简单、同一的货币市场基金则无需加以太多注意。

一、投资固定收入型证券的原因

普通股票能比固定收入型证券提供更好的长期业绩。那么为什么还要投资固定收入型证券呢？这主要有三个原因：流动性、资本保全和收入。这些债券和债券基金的特点使其较之股票投资具有某些优势。

1. 流动性。几乎没有人愿意将自己的资产全部投资股票。不停地买卖股票以满足短期现金需求并无多大意义。而货币市场基金则能满足流动性的需要。这些基金能为投资者应付紧急情况和利用有吸引力的投资机会提供现金储备。共同基金中期限较短的债券基金也可以提供流动性。投资者可以将近期内会动用的资金投资于短期债券基金上以减少风险而又取得比现有货币市场基金更高的收益率。

2. 资本保全。债券基金大体上比股票基金具有较少的波动性。其平均期限越短，价格越稳定。资本保全和流动性是相结合在一起的。诚然，某些固定收入型基金可能相当不稳定，就如1989年或1990年垃圾债券基金的投资者所清楚知道的一样。

3. 收入。债券基金通常比股票基金的收入更高，也更可靠。市政债券基金的收益可以部分甚至全部免税。近年来，作为美国政府采取的一种收入保护措施，它们的重要性正日益增强。

债券基金投资者必须在两方面作出选择：要流动性和资本保全，还是要收入。收益率最高的债券往往风险也最大，因而不能指

望它既保险安全又能提供现金。

全面看待债券基金的地位有助于理解投资者熟悉的金字塔型投资结构，风险最低的投资形成金字塔型结构的底层，表示这是投资者的主要投资对象。流动性和资本保全是这些基本投资的先决条件。

但是，尽管债券和债券基金在价格上具有相对稳定性（与股票对照），它们也会有使人着迷的时候。为了解这些投资的运行情况，投资者需要对固定收入型证券和引起价格及收益率波动的因素有一个总体认识。

二、债券的特点

债券与股票有不少相异之处。债券的主要特点可总结为以下几点：

1. 债券是债券发行人与投资者间签订的契约承诺。债券契约是一种公开文件，它用来说明合约的具体条款。

2. 公司债券与市政债券（非联邦政府发行的债券）具有不同程度的信用风险。债券的信用价值由独立的信用评级机构进行评定。

3. 债券具有平价价值（即票面或到期值）。公司债券的面值通常为 1000 美元，市政债券的面值为 5000 美元。低于面值交易被认为是折价卖出。而高于面值的交易则是溢价卖出。

4. 多数债券定期支付利息，利息通常固定并以“息票”率的形式表示。一般利息每半年支付一次。一张 1000 美元面值的 8%息票债券每半年利息为 40 美元。相反，零息票债券则直到偿还时才一并支付利息。而且，它们会以到期价值的折扣价卖出。

5. 债券的期限有具体日期。偿还时，债券持有者将得到等于债券面值的本金支付。

6. 可背书抵押债券，如美国政府住宅抵押信贷机构债券，与其他债券有所不同。由于其自我清偿性，这种债券每月都需既支付本金，又支付利息。它们没有具体的期限限制。这是因为该抵押贷款人提前偿还(无法正确预测)，会缩短其存在寿命。

7. 债券一般在到期前可被赎回。这意味着如果利率大大降低，那么发行人可以选择买回某种公开发行的债券。这在实质上是允许发行人用低息债券来代替巨额债务。但投资者不得不将收益按更低、目前广泛使用的利率进行再投资。

8. 债券收益率运动的方向与价格相反。这最好用术语“当前收益率”表示，该率等于每年支付的利息除以债券价格。如果8%的息票债券以1000美元售出，则其当前收益率为8%。但假如价格降至920美元，则当前收益率升至8.7%(80美元/920美元)。如果价格升至1080美元，则当前收益率降至大约7.4%(80美元/1080美元)。

9. 债券价格与市场利率反向变化。利率升高则债券价格降低，而较低的利率会刺激债券市场的兴旺。这是收益率与价格反向关系中的另一面。例如，如果利率升高，则公开发行债券的收益率必须提高，进而债券价格降低以与新发行债券具有相同的竞争力。

10. 期限越长，而其他情况不变，则一定的利率上升对债券价格变化的影响更大。稍后详述。

11. 较长期限以及(或者)较低信用的债券承担的风险较大。风险较大的债券承诺有更高的收益，但并不一定会兑现。

12. 短期债券的收益率比长期债券具有更大的波动性。例如，货币市场基金的利率已从不足3%历史性地升至18%以上。对此，投资者在研究收益率曲线的多年表现时可以找到确凿的证据。

三、收益率曲线

收益率曲线是以图解表示不同期限债券其收益率变化情况的一种分析手段。通过阅读《华尔街日报》的C部分短期、中期和长期国债栏或研究《投资者商业日报》中的图表，可以大致估计每天收益率曲线的水平和形状。收益率曲线有三种一般形式：

1. 向上倾斜。这是最常见的一种形式，表示长期债券在支付较高的利率。例如，若短期国债的平均收益率为6%，中期国债为8%，长期国债为10%，那么该曲线向上倾斜。这在图8-1的A部分中表现出来。如果曲线向上倾斜得厉害，则投资者大体上可以预料到利率会上升。

2. 水平。如果这三种国债都支付同样平均水平的利率，则收益率曲线处于水平状态。

3. 倒转。偶尔，收益率曲线会倒转或向下倾斜(图8-1的C部分)。这意味着短期国债的利率超过中期国债，依次中期国债又超过长期国债。

当利率相对较高而投资者希望它降低时，收益率曲线呈水平或倒转形态。通常，收益率曲线一般向上倾斜，这显示出长期债券通常比短期债券具有更高的收益率。由于长期债券更易经历不利的价格波动，所以它自然也应有更高的收益率。另外，由于公司债券及市政债券的发行人更易碰到麻烦，因此这两种债券违约的风险也更高一些。

收益率曲线的水平与形态还可反映出在哪些情况下对收益率敏感的投资者可能将其投资转移。随着短期利率降低而曲线向上倾斜，则可预计投资者将进入长期债券领域。一般来说，收益率曲线会在某处特别陡直地向上倾斜，这可能使投资中无需承担多少额外风险就能获得超额的收益。当短期利率升高到收益率曲线向

下倾斜处，投资者就会放弃债券投资而转向投资货币市场基金。

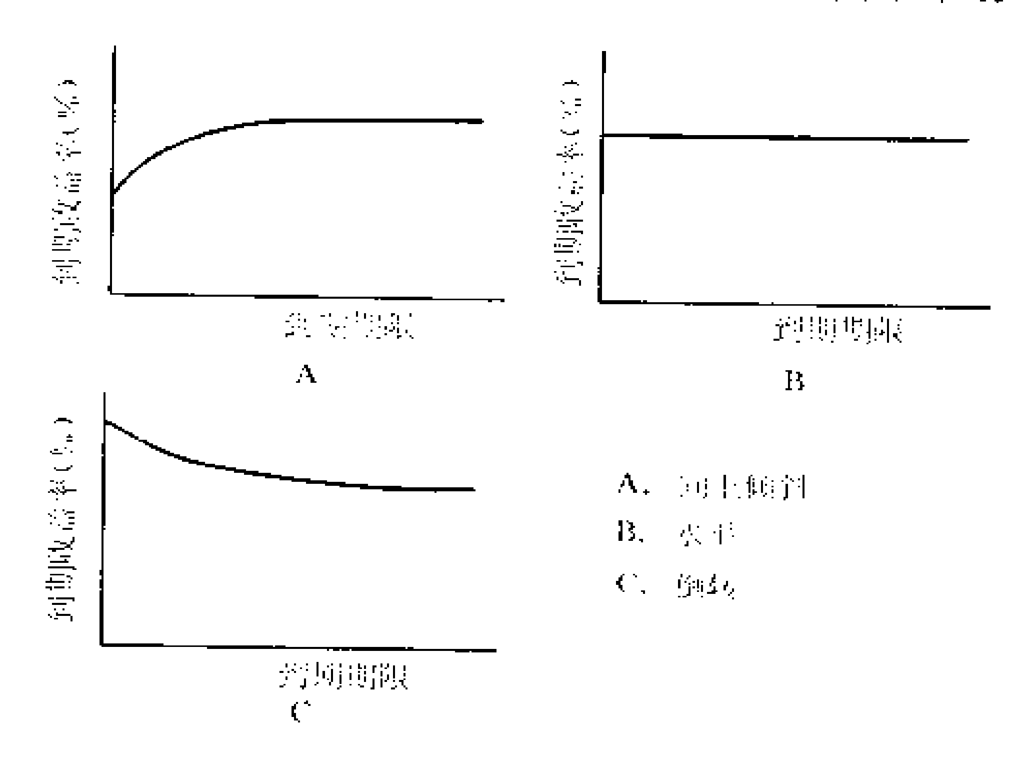


图 8-1　收益率曲线形态

四、利率史

了解其过去有助于投资债券及债券基金。长期以来，不同债券的收益率呈现同样的发展趋向。过去 60 年的市场活动特点可粗略划分为三个主题：

· 20 世纪 30 年代中期至 50 年代中期，长期债券的收益很低。其中很长一段时间里的收益率低于 3%。这段时期的通货膨胀率也较低，有时几乎为零。

· 50 年代中期开始，利率逐渐缓慢上升并伴有通货膨胀率上涨的趋势。70 年代初，通货膨胀加剧，但债券持有者们未曾料到形势将越来越糟糕。最后，在 70 年代末和 80 年代初，利率陡增和通货膨胀失控同时发生。利率的升高导致债券及股票价格的极大混

乱。1982年，优质债券的长期收益率达到15%以上这一历史高峰。

• 1982年利率开始大幅度下降，而通货膨胀率也有类似的下滑。1985年长期收益率降至10%以下，并且近年来一直保持或低于该水平。这一趋势对债券市场和股票市场极为有利。

五、债券持有者的风险

债券通常比股票稳定，虽然在高通货膨胀阶段它们也可能受到重大打击。并且它们还有其他各种危险，包括那些不引人注意的风险因素。

下列11种风险因素对投资债券和债券基金投资者都可能有所影响。基金经理人可以减轻但并不能完全消除这些因素。

1. 利率风险或市场风险。利率升高时，债券价格会下降。债券期限越长、息票率越低，则这种脆弱性越强。

2. 信用风险。这表现为债券发行人不能及时或全部地兑现承诺支付的利息和本金。国债被认为不具有信用风险。公司债券和市政债券的信用风险与其质量等级呈反向变化。

3. 购买力风险。通货膨胀会侵蚀固定收入的价值。将其资产的大部分长期投向债券的投资者面临极大的购买力风险，尽管他们也许对此毫无察觉。

4. 再投资风险。利率下降，则债券利息再投资利率也会降低。这就减少了债券持有者已取得的收益，因为他们靠"利滚利"得到的收益将减少。零息票债券不定期支付利息因而就没有任何再投资风险。

5. 滚动风险。利率下滑时，从到期固定收入型证券得到的现金必须由基金经理人在较低的收益水平上进行再投资。对于持有必须频繁滚动的短期债券的货币市场基金，这是一个主要威胁。

6. 提前赎回风险。这意味着在利率下降期间，债券可能被发

行人提前赎回。那些高收益债券被提前赎回的投资者可能会不得不对收益率的债券再投资。基金经理人可以将债券加以更长时期的赎回保护以减少这项风险。

7. 提前偿还风险。如果抵押贷款利率大幅度下降，住宅所有者将重新筹集资金。这会影响可背书抵押债券如美国政府住宅抵押信贷机构债券，因为重新筹集资金将缩短这些债券的寿命并最终减少其所支付的总利息。美国政府住宅抵押信贷机构债券的投资者也必须按较低利率重新进行投资。

8. 货币风险。该风险对全球或国际债券基金的投资者有所影响。当美元相对于外国债券的本币呈坚挺势头时，上述两种类型基金的价值就会降低。

9. 流动性风险。交易量较小的债券，如许多市政债券，含有不易售出的危险。这意味着基金经理人如果要想迅速抛出流动性较弱的资产就必须大幅度削价。这也是垃圾债券基金的困难所在。

10. 重大事件风险。这表现为运用杠杆收购、接管或其他资本调整方式削弱债券持有人权利（有时出于股东利益）的机会或可能性。一个经典事例是对 RJR 那比斯库公司的收购。这家公司由于债务负担较高带来信用等级下滑，因而其债券价格也随之下降。

11. 税法风险。国会对税法的调整可能对市政债券的价格产生有利或不利的影响。如果个人所得税税率大幅度下跌，那么市政债券就会贬值。其价格会下跌至其收益与新税法结构一致为止。而税率提高，情况则相反。

不同固定收入型基金受风险制约的程度不同，试看以下说明：

• 持有美国短期国债的货币市场基金没有利率风险或信用风险，但在利率降低期间则存在滚动风险。长期来看，它会受购买力风险的影响。

• 垃圾债券基金既有信用风险又有流动性风险。特别是在经济萧条时期，这种情况尤为明显。另一方面，这种基金一般利率风

险较少，因为高收益债券对利率变动不甚敏感。

• 面对较高程度的利率风险，大量持有30年期国债的长期美国政府基金可能会显得十分脆弱。但它并不具有信用风险，实际上也没有提前赎回风险。根据国债发行条款的条款规定，国库券不可赎回，也不能在其到期前5年内赎回。

六、有关利率风险的补充

利率升高时，长期债券价格急剧下落。表8-1展示了当利率上涨或下落1%时，8%息票债券价格变化的情况。例如，当利率上涨一个百分点，则30年期债券价格下落10.32%。这一下落大大抵消了债券持有者8%的利息收入，并导致总报酬率的减少。另一方面，若利率降低，投资者会从升值中获利。同样，债券期限越长，资本增值的潜力就越大。

表8-1 债券价格波动性随期限不同的变动情况

债券	债券价格波动性的变化情况*	
期限	利率每升高1%	利率每降低1%
1年	−0.94%	+0.95%
3年	−2.58%	+2.66%
5年	−3.96%	+4.16%
10年	−6.50%	+7.11%
20年	−9.20%	+10.68%
30年	−10.32%	+12.47%

* 假定该债券是8%的息票债券，且最初按平价出售。

基金持续时间

债券的到期时间并不是决定利率风险的唯一因素。息票规模同样发挥着作用。在任何一定的期限里，息票支付量越低，则债券的不稳定性越强。因而，零息票债券及相应基金对利率极为敏感。

基金经理人使用“持续时间”(投资者有可能碰到这一术语)来衡量债券的不稳定性。“持续时间”意味着债券持有者通过定期接受利息支付和最终本金偿还的方式来一点一点回收自己的投资。这一过程越长，则持续时间越长，债券或共同基金对利率变化的价格敏感度越强。

下面是一个有些技术性色彩的定义。

持续时间 一种衡量债券平均寿命的指标，即每一次息票支付或本金支付的期限用一个能反映该期限支付量相对于债券总价值的重要性的数字来衡量。因而，持续时间随债券期限增加而增加。另外，在期限一定的条件下，息票支付量越低，则债券的平均寿命或持续时间越长。

持续时间可由一个结合债券息票、期限和现价的模型来计算。息票债券的持续时间短于其期限。例如，30 年期并按面值售出的 8%息票债券其持续时间稍长于 12 年。相反，30 年期零息票债券的持续时间为 30 年，即等于其期限。8 至 12 年的持续时间为高，12 年以上的持续时间为较高。另一极端则是，实际上不存在利率风险的货币市场基金其持续时间为零。

债券基金有时报告基金平均持续时间，但此数据不像基金平均期限那样可以广泛获取。跟踪共同基金的机构一般不提供持续时间信息。如果股东报告里未列出该数字，投资者应与基金公司取得联系。多数情况下，债券基金的平均期限都能充分反映其风险状况。

利率风险同样影响股票

和债券一样，股票行情也随利率波动而涨落。这两类证券在争取投资上形成竞争关系，因此利率升高时，投资者会抛出股票购买固定收入型证券以获取更高、更安全的收益。随着投资者大量抛出股票，股价也随之下跌。

这种影响同样发生在股息收益率相对较高的公用事业股票身上。在利率升高期间，公用事业股价会因投资者抛售而呈下跌趋势。较低股价带来较高的股息收益率，从而使股票走势与当前的金融形势相一致。

例如，一种公用事业股股息为 4 美元，售价 50 美元，股息收益率为 8%(4 美元/50 美元)。但假如利率升至股息收益率达到 10% 才能吸引投资的点上，则股价会跌至 40 美元。

另外，利率上升意味着企业的借贷成本更高，这会减少利润，使股价进一步下跌。

七、信用风险

信用风险(或称违约风险)对公司债券和市政债券均有影响。既然债券基本上是一种"我欠你"形式的权利义务关系，那么投资者必须预期债券发行人兑现诺言的可能性。通过观察其信用度，投资者可以估计出债券的信用风险。债券基金在其招股说明书里详细讨论信用风险。它们也可通过在年度或半年度股东报告中列出其所持全部债券的信用等级来说明这些债券信用风险的具体情况。

穆迪投资者服务公司和标准普尔公司是两家最著名的独立信用评级机构。不同的信用等级代表评级机构对债券发行人及时足额支付本金和利息能力的不同估计。这些机构会考虑许多因素，如债券发行人总体财务状况和盈利还本能力等。它们也检查债券契约中可能缺乏把握性的条款。

广义上讲，债券在性质上分为两大类：投资等级债券和投资性债券。在每一大类中都有许多层次。

投资等级债券具备穆迪公司和标准普尔公司前四项信用等级的任何一种。例如，标准普尔的 AAA、AA、A 和 BBB 四级就属于

投资等级。如果无等级债券能被基金经理人证明具有投资等级性质，则这些债券也可归于此类。信用评级机构可以修正字母等级以更好地表示品质区别。例如，标准普尔公司在等级前添上加号或减号，这样 A+ 级债券比之 A 级具有更高的信用等级。

在投资等级类债券中，AAA 级和 AA 级表示高等级债券。所谓的"金边"公司债券或市政债券的信用等级为 AAA 级。虽然仍存在轻微的违约风险(相对于无风险的国债而言)，但它们仍属于信用等级最高的债券。A 级和 BBB 级债券表示中等级债券。债券等级总有可能因债券发行人财务状况恶化而降低，而这会导致债券价格进一步下跌。另一方面，债券等级也有可能会升高。

投机性债券是信用等级为 BBB 级以下的债券，也分为各种层次。信用等级越低则风险越大。BB 级及 B B 以下级的债券即是臭名昭著的"垃圾债券"。可转换债券的信用等级一般低于投资等级债券。穆迪公司给定的信用等级最低至 C 级；而标准普尔公司给定的信用等级最低至 D 级。等级最低的债券有可能发生违约风险。如前所释，共同基金最重要的优势是能提供投资内在分散性。而购买单个债券的个人投资者则需注意信用风险。但对债券基金来说，这种风险并非一个严重问题。由于持有 50 种、100 种甚至更多的债券，基金经理人可降低整个违约风险。

值得提出的是，基金经理人并不总是接受以面值而定的信用等级。他们常会深入调查公司的财务状况并得出自己的估计。对垃圾债券基金或大量无等级小型债券的投资而言，经理人的鉴定尤为重要。其中某些债券在敏锐的专家眼里意味着丰富的收益。

在分析债券基金的信用风险时，投资者应考虑到其所持债券在不同字母等级类中的比例和其平均等级。这种分析对投资高收益基金具有重要作用。投资者必须核对 BBB 以下级债券的比重。有关信用状况的比重构成可以在基金招股说明书或在由《晨星共同基金》所设计的剖面图中找到。

八、购买力风险

下列事实需加考虑：

· 若通货膨胀率为4%，那么10年后1美元将损失大约1/3的价值。

· 若通货膨胀率为4%，那么20年后1美元损失超过一半的价值。

· 若通货膨胀率为5%，那么40年后购买一辆现价15000美元的丰田车需花费105600美元。

表8-2中的数字显示在通货膨胀率不同的几个阶段中1美元购买力所受的损失。例如，在年通货膨胀率为4%的情况下，现在的1美元40年后将只相当于21美分。如果年通货膨胀率为6%，则40年后1美元只等于10美分。显然，通货膨胀率越高，期限越长，则货币贬值得越厉害。

表8-2 1美元的未来购买力 单位：美元

通货膨胀率	5年后	10年后	20年后	40年后
4%	0.82	0.68	0.46	0.21
5%	0.78	0.61	0.38	0.14
6%	0.75	0.56	0.31	0.10
8%	0.68	0.46	0.21	0.05
10%	0.62	0.39	0.15	0.02

实际报酬率是首要之点

剔除通货膨胀影响后从固定收入型证券或相应基金得到的报酬率称作实际报酬率。这仅仅反映在没有通货膨胀的条件下投资增长的状况。

名义上或观察到的固定报酬率通常包含有一个内在的通货膨

胀溢价，该溢价随当时债券市场的通货膨胀预期而变化。此预期值越高，则总体利率水平越高。通货膨胀预测的变化会导致名义报酬率的波动。

假设一年期短期国债的收益率为6%。如果预期今后12个月的通货膨胀率为4%，则投资者的实际收益率大约为2%。如果通货膨胀率预计还会上升，则收益率还会相应上升。对于其他固定收入型债券，情况同样如此。

然而，假如投资者购买的是收益率为6%的一年期短期国债，而该年通货膨胀率出人意料地变为6%，则实际报酬率将降为零。由此可知，债券持有者的主要风险是可能低估未来的通货膨胀率而致使按通货膨胀率调整的报酬率处于极低状态。这会导致极低甚至负的实际报酬率。

名义报酬率和实际报酬率的情况可作如下概括：

• 无论名义报酬率的水平如何，实际报酬率越高，则债券的实际表现越好。

• 债券持有者低估未来通货膨胀率会使投资受损，进而使收益不足。

• 如果实际报酬率可观则债券基金较具吸引力。这时正是投资者增加此类投资的黄金时机。

九、债券持有者的总报酬率

投资在一年内的总报酬率等于利息收入加上溢价所得（或减去折价损失）。而在较长时期内，债券利息再投资所得利息在总报酬率中占重要地位。不了解这一点，投资者就可能比他们想象的做得还要糟糕。下面的解释显示出复利这种影响为什么如此重要的原因：

例如，投资者以平价（或1000美元），买进10%的息票债券。

该债券每年均支付利息并持续25年。投资者持该债券直到到期为止。该投资者能获得10%的到期收益率吗(这正是专家们注意的实际复合收益率)?答案取决于投资者怎样处理这笔2500美元(1000美元×10%×25)的利息款项。

如果投资者收到利息支票就将它消费掉,则到期收益率甚至不到10%。实际上,收益率仅为5.14%。

相反,如果投资者将其变成利率为4%的银行存折中去,则其利息累计可达4164.59美元,但实际到期收益率也仅为6.79%。

为获得10%的到期收益率,投资者必须按10%的利率对获得的利息进行再投资。则利息累计可达9834.71美元。

因而,在购买单个债券时,投资者并不总是能够估计出自己的所得。须记住利滚利(即复利)是一个强有力的概念。投资债券或债券基金的时间越长,则复利的作用越明显。将支付的利息(或共同基金分配的收益)再投资,投资者可实现更多的收益。

大多数个人投资者较容易按有利的利率再投资于债券基金。其原因何在?因为这些基金允许投资者甚至小批量甚至用少量的股息购买基金股票,而一般不用承担手续费和佣金。

十、利率预期

大多数时候准确地预测利率有助于投资者在债券市场积累财富。专业利率预测人员的从业纪录如何?不过如此而已。利率的走势主要取决于经济环境,尤其是通货膨胀的变化。由于许多不可知因素的存在,要想一直进行正确地预测利率极其困难。

对多数投资者来说,最佳战术莫过于使用债券基金来满足流动性、资本保全和收入等方面的要求。不要寄希望于通过预测利率来在债券市场上积攒财富。而股票基金能为资本积累提供良好的机遇。

尽管如此，聪明的投资者仍可通过研究经济细节并相应调整其基金投资来取得更好的投资效果。基金经理人预期利率下降时，会延长基金的期限，反之则会缩短基金期限。但是，基金仍以长期投资为重点——只不过偶尔会比一般平均期限稍长一些。某些债券基金（即所谓的弹性基金）比其他基金享有更多的期限改变余地。

十一、收益率差

我们已讨论了股市的低效率。这种机会同样会在债券市场出现。而称职的基金经理人正可以利用这些机会大作文章。

方法之一是监测"收益率差"。这是单个债券或债券基金之间收益率的差别（勿将此差别与债券交易中买人报价和卖出报价的区别混淆起来）。

例如，假如有一种收益率为8%的AAA级公司债券基金和一种收益率为10%的BB级公司债券基金，那么二者的收益率差是2%或200个基本点（每一基本点相当于100个百分点）。

收益率差分为以下几类：

到期率差 如前所述，收益率曲线一般为向上倾斜，这意味着长期债券比短期债券支付更多的利息。到期率差说明了长期债券存在更高的利率风险这一事实。

质量率差 这是指信用等级不同的债券之间的收益率差别。例如，经济衰退加剧时，投资者会紧张不安因而会出现抢购优质债券的趋势。如果投资者将资产从BB级公司债券转移到AAA级公司债券，则后者和前者的收益率差距也在拉大。在经济运行健康时，这一率差趋向缩小。

部门率差 该指标用来比较债券市场中不同的债券如国债、政府机构债券、公司债券和市政债券之间的收益率差别。当各部分

运转良好或不好时，这一率差随之扩大或缩小。例如，投资者可预料国债和公司债券的收益率差在经济繁荣时期缩小而在经济萧条时期扩大。

新旧率差　即同类债券之间的收益率比较，唯一不同是某些为新发行债券，而另一些则是已流通债券。新债券可能比旧债券有更高或更低的息票（具体情况依利率在其间的表现而定）。

为此，还可提供其他许多说明。关键是收益率差随时间而变化，而有洞察力的基金经理人往往能从这些变化中获利。过高和过低的率差都孕育着盈利机会。例如，1989 年—1990 年垃圾债券最低迷的时候，垃圾和高等级公司债券基金之间的率差超过 10 个百分点。随之而来的是 1991 年和 1992 年垃圾债券市场的重新振作。反常率差恢复正常会给投资者带来收益。敏锐的基金经理人可以充分利用这些机会。

十二、债券基金与单个债券

近年来，债券基金的资产大幅度增多这一事实揭示了基金受欢迎的程度。但许多基金的投资者可能意识不到他们所拥有的投资并不像单个债券那样在运动。一家共同基金毕竟是由专人管理的投资组合。它与单个债券存在着一些重要的差别。

1. 与债券不同，一般的基金没有期限限制。基金经理人在连续不断的基础上进行交易活动，并不断地获得利润、损失进而改变着基金的收益率。

2. 基金的总报酬率比购进并持有到期的单个债券更难预测。

3. 基金的股息不如债券的利息那样固定。基金分配的收入会随利率变化或投资者进入或退出基金所致现金流动情况的不同而有升有降。

上述第三点须加以整理说明。在利率下降期间，债券基金的股

息支付会减少。这可能会对某些投资者造成麻烦，但一般不用为此担心，因为投资者同样会从投资升值中获利。而收入股息只是投资总报酬的一部分。

债券基金的不足

从本段讨论中，可清楚知道单个债券在某些方面比有专人管理的共同基金具有优势。债券基金的不足主要有以下几方面：

1. 费用降低投资报酬。基金的管理费和其他营业费用会大大削减投资结果。

2. 投资过于分散可能不必要。假如投资者一直持有像中期国债、长期国债、政府机构债券或者高等级市政债券、公司债券这样的高质量债券，就用不着购买大量分散的债券基金。

3. 可预测的结果更多。较之典型的、不断变化的固定收入型基金，投资者可望能从投资适当的单个债券中获得更多可靠的收益。

债券基金的优势

当然，对许多投资者来说，基金投资乃是一条途径。特别是那些小投资者可以从债券基金中享受到投资单个债券所没有的几条优势。这些好处包括以下几方面：

1. 易进入性。小型投资者常常较难在面向专职投资者的债券市场中直接进行交易。因为交易额较小的投资者其交易成本更高而流动性更小。为了成功地进行债券投资，投资者要不断地接触各种证券商以寻找到最合适的价格。

2. 流动性。比起低价出售未到期的债券，将投资从债券基金中抽回而不产生不利价格后果这一操作较容易完成。这种情况尤其体现在那些流动性弱、收益率较高的公司债券和大量市政债券上面，这些债券在出售时，证券商差价可能会很高。

3. 月收人。债券基金一般每月公布股息分配方案。相反，单个债券通常每半年支付一次利息。靠投资收益增加额外收人的退休

者尤其喜欢每月付息的方式。

4．易于再投资。即使对于数量较小的投资，债券基金仍提供就分配的股息和资本利得再投资的便利服务。这意味着投资的“利滚利”更加有效，因而在较长时期后能给投资者带来更多的投资报酬。

5．专业化管理。波动的利率以及其他因素使“购买并持有”这种债券投资策略面临危险。而主动式管理的债券基金往往带来更好的收益。优秀的基金经理人能觉察到固定收入型市场的机遇并扩大投资业绩。若风险增加到难以接受的程度，基金经理人也将抛售劣质债券。基于上述理由，债券基金常常比单个债券更具意义。

6．投资分散性。共同基金持有的债券如果没有上百种，也有几十种，因而它使投资者承担的信用风险要远远少于只持有一两种或几种债券的情况。这一点对于财力有限的投资者尤为重要。

第九章



应税债券基金

简单地将债券基金分为应税和免税两大类是远远不够的。事实上，单个基金无论在持有的债券类型、所担风险还是在潜在收益方面都有较大的差别。

单个基金的类别一般与债券本身的类别有关。我们可从四个方面对固定收人型债券进行分类：

1. 根据期限。短期债券的期限为1～3年，中期债券为3～10年，长期债券则为10年以上。

2. 根据类型。包括息票债券、零息票债券、可背书抵押债券和外国债券。

3. 根据质量。质量最高的是无违约风险的国债，其次是金边公司债券和被保险市政债券，然后是中等级公司债券和市政债券，最后是投机性的公司债券和市政债券。

4. 根据可税性。市政债券的利息可免缴联邦税和州税。州政府和地方政府一般也对国债的利息免税。

这四种分类中，债券（和债券基金）的可税性最为显著。本章集中论述应税债券基金，而第十章探讨免税债券基金。然而，这两个基本类型中的各种基金彼此间也迥然不同。表9-1简述了本书使用的12种债券基金类型，而这些基金类型的不同之处在该表中得

到有力的说明。

表 9-1 固定收入型基金的分类

应税债券基金：	
美国政府债券基金	主要投资美国国债及政府机构债券。重点是短期、中期和长期债券。
目标到期日基金	主要投资有特定年限的零息票债券。它们承诺有具体的到期收益。
可背书抵押债券基金	主要投资各种可背书抵押债券，如美国政府住宅抵押信贷机构发行的债券。一些所谓可变利率抵押权基金强调向可变利率抵押权投资。
高等级公司债券基金	通常投资 A 级或更高级的公司债券，有时也投资国债。
公司债券基金	主要投资信用等级在 BBB 级或 BBB 以上级的投资等级公司债券，有时也投资国债。重点为短期、中期或长期债券。
高收益公司债券基金	主要投资低信用等级、高收益率的公司债券即所谓的"垃圾债券"。
全球债券基金	主要投资以外币标明面值的国债和公司债券，也包括美国国债。某些基金以短期债券为重点，另一些则以长期债券为重点。
弹性债券基金	投资不同债券并可改变构成比例。挑选债券不受期限或品质限制。
免税债券基金：	
全国市政债券基金	投资全国各州发行的市政债券，有时要考虑债券的发行人、品质和期限等因素。其重点可为短期、中期和长期债券。
州市政债券基金	投资某州的市政债券，可使该州居民免缴州所得税和联邦所得税。
被保险市政债券基金	投资对象受某个独立保险财团担保。其范围既可是全国也可是各州。
高收益市政债券基金	投资低信用等级、高收益率的市政债券。

一、美国政府债券基金

美国的国债市场无疑是世界上最大的债券市场。美国国债(美国政府为筹集资金而发行的债券)是政府基金的主要投资对象。事实上,证券交易委员会要求这些基金至少将65%的资产投资于联邦政府发行或背书的债券(65%这一标准也适用于那些名字暗指某种证券类型的债券基金或股票基金。市政债券和货币市场基金的这一百分比甚至更高一些。)

国债有三种形式:短期国债(1 年期以下)、中期国债(1～10 年期)和长期国债(10～30 年期)。中期和长期国债都属于息票债券。前面已经谈到,国债不得提前赎回或者在到期前 5 年之内才可赎回。

存在一种称为“拆卸债券”的零息票国债。拆卸一词的英文是“strips”,为“债券已标明利息本金分别交易”一词的英文首字母缩写。国债一旦分割为利息和本金两部分,就会产生拆卸债券。每次单独支付都可成为一张有效的零息票债券。例如:一张 30 年期国库券能够被分为 60 次半年付息和 1 次本金支付。

除国债以外,美国政府债券基金还包括政府机构债券以及可背书抵押债券。顾名思义,政府机构债券由各种联邦政府机构和组织(如政府住宅抵押信贷机构和田纳西流域行政当局等)发行,目的是为其活动筹措资金。

评估政府债券基金时,投资者应检验其平均期限和基金构成。另外,需了解基金经理人向任何非美国政府债券投资的倾向。上文已提到,证券交易委员会允许基金经理人可把最多 35%的基金资产投向其他债券。

由于州政府和地方政府一般不对国债的利息征收所得税,因此政府债券基金为投资者带来了好运。因为如果投资者所在州税率很高的话,这一免税将并非小事一桩。

期权并不总是奏效

一些长期政府债券基金就其持有的债券出售期权以增加收益。在利率稳定时期，这一策略能很好地发挥作用。但若利率降低（债券价格上升），由于拥有期权的投资者会利用其特权将债券以低于市价的价格买进，因而这一策略会抑制债券升值的可能性。

二、目标到期日基金

如果要寻找一种像单个债券那样能固定在某一日期支付本金的基金，那么目标到期日基金正是这种基金。这一小类中的基金只有到期后才支付收益，因为其持有的零息票债券也在同年到期（如2013年）。随着零息票债券在适当年份到期，基金收益转为短期美国国债券形式直到年底投资者的本金和利息得到全部偿还为止。

为了得到有竞争力的收入，长期零息票债券必须以远低于到期价的价格出售。即它必须大幅度折价出售。比如一张1000美元的零息票债券30年后到期。若其到期收益率为8%（相应的债券市场利率），那么它的当前售价必须在100美元以下。随着到期时间越来越近，其价格会逐渐上升。

零息票债券因为不是定期付息，所以很不稳定，如第八章中基金持续时间部分的解释。到期时间或持续时间越长，波动性便越大，这使得零息票债券对利率的变动极其敏感。若长期利率上升1%，那么30年期零息票债券价格就会下跌24%；相反，若利率下降1%，那么该债券会升值32%。

尽管价格有波动，若是将债券持有直到到期，所得的收益大致可以估计出来。由于没有定期获得利息支付，零息票债券的投资者没有再投资风险。

像债券的价格一样，目标到期日基金的资产净值也随着时间

延续而逐渐增长——虽然其间会有一段剧烈波动。基金的招股说明书敦促投资者持有债券直到基金到期年份以减少利率风险。前面已提到，这些基金在零息票债券到期后开始偿还投资者本息。班海姆和斯库德是少数几个提供目标到期日基金的基金族之一。

为什么要投资目标到期日基金?

拆卸债券属于国债，因而没有违约风险。而没有再投资风险使这种债券具有一大优势，尤其是利率下跌时期更为明显。

尽管零息票债券支付利息，但国内税务局仍然要求投资者每年按指定利息纳税。这项要求同样也适用于目标到期日基金的投资者。而如果投资者通过递延纳税的退休金计划或个人退休金帐户持有零息票债券或目标到期日基金，则可避免这一麻烦。

哪些投资者适合使用目标到期日基金呢?一方面，该基金对于未来某时因某种原因(如为退休生活或子女上大学)需要资金的保守型长期投资者来说意义重大;另一方面，投资零息票债券对喜欢凭自己预测来决定买卖的投资者也颇具吸引力。

投资者在购买一种目标到期日基金股票之前，需了解其预期增长率。该数据可以从基金公司获得。它等于将基金股票持有到期情况下，每年按复利计算的投资报酬率。在利率较低时期，基金资产净值较高，价格折扣率低，预期增长率也低。而当利率异常升高时，情况则相反。

三、可背书抵押债券

1970 年，美国政府住宅抵押信贷机构引进可背书抵押债券概念(即美国政府住宅抵押信贷机构债券，俗称珍尼·梅)。后来证明这一概念颇为流行，并且这一债务工具发展极快。可背书抵押债券又称作“通过”债券。由于其本金和利息一起分期偿还而不是像普

通债券那样到期偿还，所以这种债券可带来相对较高的现金流量。

除美国政府住宅抵押信贷机构债券外，可背书抵押债券还包括联邦全国抵押协会债券（俗称范珍尼·梅）和联邦住宅贷款抵押公司债券及其他债券。美国政府明确保护其利息和本金支付（如对珍尼·梅）或者暗中支持其偿还，因而各种“通过”基金没有或几乎没有信用风险。

“通过”概念

可背书抵押债券基本上同时具有债券和抵押权的特点。表 9-2 解释了美国政府住宅抵押信贷机构债券的运作过程。

利率下降时，住宅所有者提前偿还的本金增加。由于提前偿还风险使可背书抵押债券比国债的收益更高。若利率下降猛烈且提前偿还的本金量攀升，则投资者会遭受打击。他们得不到资本利得（像从传统债券中得到的那样），并且他们将不得不按较低收益率将本金进行再投资。

若利率一上升，则本金会贬值。和传统债券一样，可背书抵押债券存在利率风险。所以利率稳定对该债券投资者最为有利。然而较短的持续时间使这类债券不如长期国债那样对上升的利率敏感。

表 9-2　美国政府住宅抵押信贷机构债券的运作过程

具有相似特征的一组抵押权由抵押出借人筹集，如通过储蓄和贷款等方式。每一笔价值 1 百万美元的住宅贷款被划分为 40 张美国政府住宅抵押信贷机构债券，每张债券面值 25000 美元。抵押出借人将这些分发给证券交易商，由其出售给包括共同基金在内的投资者。

出借人每月接受一次住宅所有者偿还贷款的利息和本金，并将资金上缴美国政府住宅抵押信贷机构，后者再将收入转给投资者。该机构偿还本息时不考虑住宅所有者是否履约——因为这已受联邦法律的保护。

由于无法预测住宅所有者何时提前偿还本金，因而美国政府住宅抵押信贷机构债券的到期时间无法确认。多数债券即使是基于 30 年的抵押权，也往往在 12 年后到期。

可变利率抵押权

最早的“通过”概念产生后，又派生出许多经过革新的投资工具。其中包括基于汽车贷款和信用卡贷款的类似债券的债务工具。

另一新类别是可变利率抵押权。近年来，可变利率抵押权已成为日益流行的住宅筹资方式。和固定利率抵押权一样，可变利率抵押权有确定期限，在期限内本金必须偿还。但不同的是，可变利率抵押权的利率随一些基本指数的运动而经常波动。

可变利率抵押权的价格比固定利率抵押权更为稳定，其收益高于货币市场基本的收入。住宅所有者支付的利率会定期有所调节（或重新制定），通常为一年一次。这使得可变利率抵押权的收益率往往随短期利率而定。其收益率一般比某种标准指数（如一年期短期国债的利率）高出 1.5 至 2 个百分点。由于多数可变利率抵押权对一年内或贷款期限内抵押偿还的数量有所限制，所以一旦利率陡降其收益将难以保持平衡。

四、高质量公司债券基金

此类基金投资于国内实力最雄厚、最可靠的公司发行的债券。大多数这类基金持有的债券都在 A 级或 A 级以上，其中还有一些政府债券。但是，高质量公司债券基金和纯粹的国债基金有着重要区别。首先，前者有一些信用风险；其次，前面已提到国债利息一般不征收州税和联邦税。基于上述两点，高质量公司债券基金往往比政府债券基金的收益要高。

五、公司债券基金

这一大类基金主要投资于 BBB 以上级的投资等级债券，因而

其信用风险大致稍高于高质量公司债券基金。若某种基金将资产集中在投资等级范围内的较低级别债券或以长期债券为投资重点，则其就具有较高的投机性。

六、高收益债券基金

该类基金投资于BBB以下级的债券(即垃圾债券)。其中一些债券甚至有违约风险。这些债券的价格极不稳定。其发行者既有默默无闻的小公司，也有恺撒世界、RJR那比斯库和特纳广播这样的赫赫有名的大公司。

在某种意义上，垃圾债券更像股票而非债券，因为它极其依赖发行者的财务状况。垃圾债券的价格对利率变化不甚敏感但与公司或经济的发展息息相关。高收益债券在发行者情况改善时会有优异的表现，但若发行公司违约或破产，则价格会一落千丈。

高收益债券分为两大类："堕落天使"型垃圾债券和"原始"型垃圾债券。前者包括那些本来具有投资等级级别，后来因公司陷入困境而每况愈下的债券。后者始于20世纪70年代由德雷克斯—波恩海姆—兰伯特公司的米歇尔·米尔肯发明。包括财务状况相对较差的小型新兴企业发行的债券。在20世纪80年代，这类债券多数被用来进行企业合并和接管。

信用风险

这是高收益债券投资者面临的主要危险。信用风险可使垃圾债券和高质量债券之间的收益率差额达到好几个百分点。

只投资一种或几种垃圾债券将十分危险。另外，还存在着同样影响股票行情的特定企业风险。

共同基金结合了各种行业所发行的不同债券，因而可以大大减少信用风险。

经济衰退时期，即使对于分散型基金，低信用等级也是一个棘手的难题。衰退减弱了许多影响较大的公司偿还本金和利息的能力，从而使债券价格下跌。如果有些公司违约，则该基金将遭受损失。

流动性风险

高收益基金的另一个危险特征是流动性不足。许多高收益债券交易不旺，其价格也随大量投资者决定将其抛出而大跌。

这为高收益基金造成了困难。若基金经理人需尽快将某种债券脱手，那么就不得不以一个较低的价格出售。而缺乏有意义的报价使估计高收益债券的价值十分困难。

流动性风险在 1990 年表现得十分突出。这一年，高收益债券市场几乎崩溃于 80 年代以来的最低点。当时的主要造市者德雷克斯—波恩海姆—兰伯特公司停止运转。垃圾债券和高质量债券间的收益率差额扩大到大约 10 个百分点。根据里普分析服务公司的统计，虽然利率高达两位数，垃圾债券基金 1990 年的平均报酬率竟为－11.1%。换句话说，债券价格下降远远超过了利息收入的补偿。

然而，反常的高收益和低价格必然吸引寻求廉价货的投资者，因而 1991 年垃圾债券市场有了大幅度反弹。实际上，据里普分析服务公司的统计，这些基金该年总报酬率为 36.4%，是当年行情最好的债券。

良好管理带来增值

显然，共同基金在垃圾债券市场上的地位特别重要。除分散投资之外，基金也提供了专业人员的才能和市场分析的材料。优秀的基金经理人能仔细研究财务报告并发现最有前途的债券。他们也能够决定买卖的最佳时机。购买和持有高收益债券不像国债那样容易。需要持续加以监测。优秀的高收益债券基金经理人可以使

债券大量增值，就像优秀的股票买主那样。

利率降低时，如果投资者想要增加收入的话，会使垃圾债券逐渐流行。不幸的是，多数投资者或许并不了解持有债券所负担风险的真正含义。

在投资高收益基金以前，投资者应该问问自己以下问题：

- 处于这种经济形势下，是否适于购买高收益债券？
- 垃圾债券与高质量债券间的差异是否巨大？
- 自己是否能承受高收益债券基金的不稳定性？
- 对于垃圾债券市场的波动，自己该如何反应？

很清楚，并非人人都适合这类基金。它们可能使信心十足的投资者一蹶不振。如果像 1990 年那样投资者最后不得不将其抛出，则损失可达两位数。高收益债券基金在个人全部投资中的比重不应超过适当的程度，并且它不应成为短期债券投资的对象。

垃圾债券提供投资的分散性

那么，为什么要投资低质量债券呢？对于雄心勃勃的投资者来说，无疑是因为高收益债券的收益与其他债券关系甚微，从而可使其投资进一步分散。

前面已指出，垃圾债券基金不像长期国债和高质量公司债券那样依赖利率风险。一个重要原因是前者的息票较高且期限较短，因而持续时间也比较短。诚然，高收益债券并不能完全避免利率风险，但投资者对经济前景及某一具体企业的信心增强远远可以弥补经济复苏对价格的消极影响。

资本损失递延

某种情况下，垃圾债券基金还有另外的吸引力。对于持续遭受巨大损失的共同基金来说，如 1989 年—1990 年大动荡中的高收益债券基金，资本损失递延是一种特殊的税收优势。垃圾债券基金被迫削价抛售持有的债券以满足大股东赎回投资的要求。

这些交易损失可以抵偿未来几年的资本利得，直到损失抵消为止。结果，资本利得可以部分或完全免税。例如，若某种高收益债券基金1991年的总报酬率为30%，其中12%来自债券利息，18%来自实现的资本利得。那么大笔递延的资本损失可抵消18%的资本利得，而使投资者只对12%的分配纳税。

七、全球债券基金

全球共有13个主要的债券市场，而总额约为10万亿美元的债券交易总市值有50%左右属于非美国债券市场。

全球债券基金的投资范围既包括美国，也有其他一些国家。尽管各基金在这二者之间的投资比率有所不同，但多数是将大部分资金投向美国以外的市场，而几乎全部投资海外债券的共同基金更宜于称为国际债券基金。

全球债券基金主要投资政府债券及高等级外国公司债券——也有某些基金只向政府债券投资。所有的这类基金都存在货币风险。即美元升值则基金受损而美元贬值则基金获利。第七章的计算显示出汇率波动对全球基金的影响。

多数国内债券基金着眼于当前收入，而全球债券基金力图在当前收入基础上实现资本升值。这些基金的经理人努力寻找利率最佳的时机和货币运动中获利的机会。美元呈下跌趋势时，该债券基金会有良好的市场表现。它们也为主要投资美国证券的投资者提供额外的投资分散性。不过，如要投资外国债券基金，投资者一定要了解基金针对货币风险的套期保值政策。

八、弹性债券基金

第二章已讨论了既投资股票又投资债券的混合弹性基金。其

混合结构因基金经理人对前景的估计而异。本部分研究针对不同债券市场领域的弹性基金。由于投资对象不仅仅限于特定的品质、期限和发行人类型，所以它也可以被看作混合债券基金。

这类基金适用于那些知道自己需要投资债券却不能肯定应选择哪种的投资者。通过这一方式，投资者可以在一种基金中获得对各种债券的投资。基金可包括不同等级的公司债券、可背书抵押债券，再加上一系列国债甚至某些外国债券。因而，基金构成是按信用风险、债券类型、期限和可能出现的货币风险等因素来组织。

管理良好的弹性基金可利用（或保护）变化的利率和债券市场状况。对于弹性基金，由于任何一步错误都可极大影响基金的市场表现，所以经理人的经验和业绩记录至关重要。这也是基金弹性过多的隐含风险。

九、基金管理策略

获得完善的专业化管理是选择投资基金而不是单个债券或单位信托投资基金的一个重要原因。敏锐的债券专家能够迅速采取某一策略以使基金与变化的市场状况相适应。下面即是他们使用的一些策略。

集中到期日基金

针对降低的利率　基金经理人经常根据其对利率的估计调整基金的投资结构。正如前面已提到的，某些基金因弹性较大，调整幅度远高于其他基金。

利率呈下降趋势时，进取型基金经理人可能只简单地延长基金的持续时间。一个极端的做法是将投资转化为30年期国债或者掺入某种长期拆卸债券以延长持续时间。这称为集中到期日基金。

应该承认，由于基金可能因利率上升而不是下降而崩溃，所以

这一方法风险极大。基金经理人采用风险较小的做法，如将投资集中在 10 年期的国债上。

针对上升的利率 基金经理人估计利率将上升时，可能会将投资转入期限较短的债券，如短期国债，以减少可能遭受的损失。然而，期限过短会使利息收入因利率上升不明显而减少。而若利率降低，情况则会更糟。

不愿过多依赖利率变化取胜的基金经理人可以组织一种巴贝尔基金。下面将对此作简单介绍。

巴贝尔基金

这一富于色彩感的策略名称来自于这一事实：基金的投资对象集中在两个期限极端（短期国债和长期国债），二者之间几乎没有投资。

利率上升的结构 例如，基金经理人觉得利率即将上升并希望将目前 24 年期的国债基金减少至 9 年期。通过向一系列平均期限为 9 年的短期国债和长期国债投资，即可构成一个巴贝尔基金。适当的分配结构可以是 90 天期短期国债占 70%，而 30 年期长期国债占 30%。

在利率上升时，巴贝尔基金比完全由 9 年期中期国债组成的集中到期日基金具有更好的投资效果。这是由于占 70%的短期国债能在利率上升时成功地滚动成收益率更高的短期国债。但如果利率没有上升或上升不明显，那么长期国债部分会升值，从而补足短期国债的较低收益。

利率的下降结构 巴贝尔基金也会因利率下降而动荡。更多的投资会转向长期国债，而较少用于短期国债。若利率下降，则长期国债就会升值。

有副作用的套期保值

部分基金经理人用期权和期货来应付利率运动。例如，针对预

期利率上升进行套期保值，经理人可通过国债期权或期货重新确立基金的投资结构。套期保值可减少风险，但它也会在时机判断错误时严重影响收益。另外，它还导致交易费用提高。总的来说，最好少用或不用有副作用的套期保值。

一个具有较高信用质量的巴贝尔基金

另一做法是建立一种将资产集中于高质量债券的巴贝尔基金。例如，某基金中75%的资产为高等级公司债券和美国政府债券，5%为等值现金，剩下的20%为垃圾债券和可转换债券。后者的利率风险较低，但对不利的经济形势较敏感。这种基金的主要目标之一是通过在高质量债券和投机性债券之间分散投资以消除基金的不稳定性。而另一目标是发现低等级债券的价值所在并由此增加基金的收益。

十、"自助"策略

债券基金投资者有时会自己发展一些经过革新的基金混合形式。下面是几个例子。

"自制"巴贝尔基金　持有某一基金族中几种固定收入型基金的单个投资者，可构造下面这种巴贝尔基金：部分资产投资于短期政府债券或货币市场基金，其余的投资于长期政府基金或目标到期日基金。长期投资越多，利率风险越大。不过投资者在市场行情有保障的情况下，可在两种基金间快速转移投资。最极端的巴贝尔基金是将投资在货币市场基金和目标到期日基金间截然分开。

阶梯基金　假设投资者钟意政府债券并想遵循长期的"购买并持有"投资策略。不过，他也许同样需要在接下来的几年里变现某些债券并且不想因此遭受损失。

在政府债券基金中构建阶梯基金是一种选择。按照这一方案，

投资者要等量投资债券，这些债券的期限须在大范围内间隔均匀——在1～30年里每5年为一间隔。

阶梯基金是一种折中方案。但它是自觉难以预测利率的投资者可采用的一种投资策略。它比长期债券更具本金稳定性，而比货币市场基金的收益更高。在债券基金中，将资产的各1/3分别投资于短期、中期及长期政府债券类似于阶梯基金。

多部门基金　这涉及到将投资分散到各种债券基金类型，特别是高收益公司债券基金、政府债券基金及国际债券基金。简单的方法是在每种基金类型中进行等量投资。

美元成本平均法

在股票基金投资者中盛行的这一明智之举，同时也极受债券持有者的欢迎。比如要投资一种不稳定的基金，借助于美元成本平均法，在市场处于或接近顶峰时，投资者可保护自己免于承受大量的损失。通过定期投资等量资金，如每月数百美元，投资者往往在低价时买进较多股份，高价时买进较少股份，进而降低了每股的平均费用。这一投资策略需要测定市场时机。

如果不是马上需要收入，投资者可考虑通过个人退休金帐户或其他递延纳税的退休金计划进行投资并用股息进行再投资。具有长远眼光且富于进取性的债券投资者则应考虑投资更不稳定的基金。

第十章



免税债券基金

面对联邦、州和地方三级政府的税收，投资者总是想方设法降低自己的税负。1986年颁布的税改法案严格限制个人合伙制企业的设立，使得投资者个人收人避税的途径大大减少。这也正是近几年来市政债券及相应投资基金的市场需求激增的原因所在。

我们通常所说的市政债券，是指美国领土范围内(包括波多黎各在内)所有的州和地方政府及政府机构，为支付公共服务和投资市政工程而发行的带息票的公债券，具体有免税票据和免税债券两种。其中，票据的期限最多不超过一年，债券的期限则多在一年以上。

尽管无法与联邦政府发行的债券相比，但一般而言，市政债券的信用风险非常低。当然，这种债券种类繁多，难免良莠不齐。实际上，近年来，已经出现了一些市政债券偿还不力的现象。市政债券对投资者的吸引力主要取决于投资者个人所得税的纳税级次。目前纳税级次较高的投资者是市政债券的主要购买者。他们或直接购买，或通过共同基金(即开放型基金)、封闭型基金和单位信托投资基金这三种形式之一去购买。

一、税务筹划

绝大多数市政债券的利息可免缴联邦税。而某州各级政府发行的市政债券，其利息只能在该州范围内免缴州税。显然，一种规模较大、成长迅速并投资于某州市政债券的共同基金就能给该州居民带来双重免税的机会。

同理，那些征收个人所得税的地方(市县)政府所发行的市政债券及相应的共同基金可以使当地的投资者获得三次免税的机会。例如，一名纽约市的居民购买纽约市政府发行的市政债券后，所得的利息收入可免缴市税、州税和联邦税。

市政债券可在一定程度上保护投资者抵御税负的增加。由于免税的原因，税率增加实际上等于在推动市政债券和市政债券基金价格上涨。税率下降时，情况便会朝相反的方向发展。因此，对市政债券来说，税率风险指的是因减税而导致债券价格的下降。

《1986 年税改法案》颁布之后，税率降低，但为什么没有危害市政债券的市场呢？原因是，尽管税率被降低，但是其他可供投资者选择的避税途径也在相应地减少。所以，总的结果是市政债券的需求增加，从而进一步推动价格上涨和收益率降低。从总体上看，那些在 1986 年之前购买市政债券或者市政债券基金的投资者都获得了较好的投资回报。

可选最低税

不是所有市政债券都能使其利息免税。1986 年 8 月 7 日以后发行的所谓“私活动”债券应受到投资者的特别关注。投资者从这类债券获得的利息收入要受联邦可选最低税的制约。此税主要适用于那些能从某些减免税的税收优惠条款中显著获益的高收入者。

投资者必须了解自己是否富有到要受这种可选最低税的影响。如果是，就要检查一下处于何种程度，即使较低，从投资于"私活动"债券的共同基金获得的股息收入也要缴纳这种可选最低税。某些基金向这种债券大量投资仅是为获得较高的收益率。而还有些基金则根本不问津这些债券。如果投资者不受制于可选最低税，则什么也不用顾虑。

资本利得和损失

最纯的市政债券基金也不可能完全免税。投资者因基金经理人出售市政债券而获取的任何资本利得都需纳税。同样，由此获得的资本损失，根据国内税务局(IRS)的规定，可从纳税所得额中扣除。投资者个人出售某种市政债券所获得的资本利得和损失也应作相同的税务处理。

如果市政债券基金的投资组合在某一年度中取得了较好的投资回报，那么这种基金的投资者也要为其中相当一部分的收益缴税。若投资者在一个利率大幅度下跌的年度中持有某市政债券基金的股份，无疑，相应部分的资本利得需要进行纳税申报。

等价纳税收益率

由于免税的原因，市政债券的收益率要低于其他价值相当(等价)的纳税债券。然而，即使名义收益率较低，投资市政债券也远胜于投资其他债券。特别是在投资者的纳税级次较高时，情况更是如此。

假定某投资者在联邦和州两级税收下的合并边际税率为38%。这意味着每挣1美元，投资者个人只能净得62美分。但是，如果这1美元全部是市政债券的利息收入，则投资者就能净得全部1美元。因此，市政债券的实际收益率主要决定于投资者个人的边际税率。换算关系可见下列公式：

等价纳税收益率＝免税收益率/(1—边际税率)

例如，联邦税和州税的合并边际税率为38%，一种免税收益率为6%的市政债券，等价纳税收益率为9.68%[即6%/(1－38%)]。

比较免税债券和纳税债券，应以相同的信用风险和债券期限为基础。例如，长期高质量市政债券基金与中期低质量公司债券基金是根本不可比的。此外，由于资本利得不能免税(损失可在税前扣除)，所以计算市政债券的等价纳税收益率时，只包括债券本身的利息收入，而不是债券全部的投资收益。

如果投资者购买全国市政债券基金的股票，计算等价纳税收益率时所适用的边际税率便是投资者个人相应的联邦税税率。对那些只投资投资者所在州范围内市政债券的共同基金，适用的边际税率便是联邦税、州税(若该债券由地方政府发行，还应记入地方税)的实际合并税率。

投资者可以将自己适用的联邦税和州税税率相加来简单估计合并边际税率。当然，这种方法并不精确。因为投资者缴纳的州税可在联邦税纳税所得额中扣除，所以，要精确计算合并边际税率，还应将这种税前扣除的影响包括进去。计算公式如下：

合并边际税率＝联邦税税率＋实际州税税率

＝联邦税税率＋州税税率×(1－联邦税税率)

例如，若联邦税和州税税率分为28%和10%，则简单合并边际税率为38%。考虑到可在联邦税纳税所得额中扣除州税，故实际州税税率为7.2%[即10%×(1－28%)]。合并边际税率为35.2%[即28%＋7.2%]。

表10-1列出了几组市政债券的等价纳税收益率。从表10-1可看到，投资者的边际税率愈高，免税收入的实际价值便愈大。例如，实际合并边际税率为35.2%，免税收益率为8%的市政债券，等价纳税收益率为12.35%。这样，如果投资者能够买到收益率为8%的市政债券，那么就不必考虑收益率低于12.35%的应税债

券。此外，收益率为12.35%的应税债券，信用风险通常要高于收益率为8%的市政债券。这就说明为什么要在信用程度和期限相同的情况下比较债券。

表10-1 市政债券的等价纳税收益率

免税收益率	投资者的边际税率				
	15.0%	28.0%	33.0%	35.2%	38.0%
4.0%	4.71%	5.56%	5.97%	6.17%	6.45%
6.0%	7.06%	8.33%	8.96%	9.26%	9.68%
8.0%	9.41%	11.11%	11.94%	12.35%	12.90%

由于市场供求的作用，我们经常可以看到，在一些个人所得税较高的州，如加利佛尼亚、纽约和新泽西，市政债券的名义收益率往往都很低。

免税收益比率

投资者需要着重考察信用等级较高的免税债券与纳税债券之间的收益比例关系。例如，高质量市政债券的收益率为6%，而价值相当的公司债券的收益率为8%，则免税收益比率就是0.75(即6%÷8%)。

免税收益比率越高，市政债券能够吸引的投资者的纳税级次便越低。如果用1减去免税收益比率，就能得到这两种债券的盈亏平衡边际税率，其经济意义是：适用此税率的投资者，无论投资这两种债券中的哪一种，均能获得相同的收益。例如，免税收益比率为0.75，则只有纳税级次(即边际税率)在25%(1－0.75)以上的投资者会选择市政债券。如果免税收益比率变为0.60，则只有纳税级次在40%(1－0.60)以上的投资者才会选择市政债券。

免税收益比率与税率的变化方向相反。当税率下降时，市政债

券的吸引力也随之下降。因此，这种债券只有提高收益率才能保持相应的竞争力。如果不征收个人所得税，市政债券就应与那些信用等级和期限都相当的公司债券保持相同的名义收益率，则免税收益比率就会变为1.0。

二、市政债券的特点

市政债券有两种基本类型：普遍责任债券和收益债券。前者主要由债券发行的政府机构以其信用、财政收入能力和征税权力等作担保。这使得普遍责任债券的风险要小于收益债券，自然收益也较后者要低一些。绝大部分的普遍责任债券是连续到期的。

近些年来发行的市政债券主要是为某些特定的盈利性项目，如桥梁、公路、公用设施和医院等，筹集资金的收益债券。债券的本金和利息由这些项目投入使用后创造的收入来支付。收益债券有固定的期限，大多数在30年左右。因此，那些期限较长的市政债券基金多在收益债券上有可观的投资。这些投资的期限大致在15到25年间不等。

收益债券中有一种特殊的债券，即债券是由借款的私人使用者来担保。这就是所谓的"私活动"债券。工业发展债券就属此类债券。私活动债券的购买者通常不能要求发行债券的市政当局用其财政收入来作担保。因此，这种债券的质量要低于其他市政债券。投资者从私活动债券获得的利息收入要受联邦可选最低税的制约。不言而喻，自《1986年税改法案》颁布以后，私活动债券的发行数量已经大大减少。

市政债券面临与纳税债券相同的风险。主要有：利率风险、信用风险、偿还风险和流动性风险。此外，税法修改对未到期市政债券的价格产生不利的影响，因而也会给市政债券带来风险。

尽管如此，市政债券通常还是被人们认为是一种安全系数较

高的投资品。与公司债券一样、各种普遍责任债券和收益债券也有信用等级。标准普尔公司和穆迪公司是最著名的信用等级评定机构。市政债券的信用等级最高是AAA级，最低是B级。有些市政债券由实力雄厚的国际大财团作担保，因而具有AAA级的信用等级。但是，其他一些市政债券，如收益较高的或者所谓的"垃圾债券"，只具有BB级甚至更低的信用等级。

除了对单个债券评级外，标准普尔公司和穆迪公司还对大多数州的普遍责任债券评定信用等级。投资者可以在《穆迪债券记录》和《标准普尔债券指南》找到这些评定结果。某州市政债券的信用等级并不是一成不变的。投资者要投资于某家州市政债券基金，首先应充分熟悉该基金所投资债券的整体信用状况。某州普遍责任债券的信用等级，虽然并不就是该州收益债券的信用等级，但却是投资者分析该州市政债券基金所投资债券的大致信用状况的一个较好起点。

单个市政债券都程度不同地面临信用风险和流动性风险，因而投资者通过共同基金进行间接购买是一种明智的选择。如果投资者不是成数十、数百万美元地去投资，那么利用共同基金广泛的投资分布和基金经理人专业化的投资经营和管理技巧往往能获得较好的投资回报。

三、市政债券基金

没有专家管理的单位信托投资基金最早为投资者个人提供了向市政债券广泛投资的途径。第一家免税单位信托投资基金出现于1961年。后来，1976年颁布的税改法案允许开放型基金（即共同基金）经营市政债券投资。

要取得美国联邦政府证券交易委员会（SEC）认可的免税地位，一家共同基金必须具备至少下列二项条件中的一项：

1. 至少80%的资产要投资于免缴联邦税的债券；

2. 至少80%的收入要来自免税债券。

市政债券基金可分为：全国市政债券基金和州市政债券基金。

四、全国市政债券基金

这种基金持有国内许多州发行的市政债券，因而投资在地理上具有较大的分散性。因为一些州的市政债券风险较大，所以在地理上分散投资至关重要。考察一家全国市政债券基金，主要分析哪些州的市政债券在基金的资产组合中占据主要地位，以及这些债券的信用状况如何等等。

所有美国地方政府发行的市政债券的利息均可免缴联邦税，但是，只有本州各级政府发行的市政债券的利息才能免缴本州的州税。例如，一名加利弗尼亚的居民购买了一家全国市政债券基金的股票，该基金整个投资中有7%的部分用于购买加利弗尼亚州的市政债券。这样，这名居民从这家基金获得的股息中只有7%的部分可以免缴加州的州税。通常，全国市政债券基金每年都要提供一份投资于各州市政债券比例的详细报告书。

五、州市政债券基金

这种基金只投资于在某州范围内免税的市政债券。因此，对该州的投资者而言，这种基金可提供免缴联邦税和州税的双重免税机会。如果这种基金投资于那些征收个人所得税的市县发行的市政债券，则这些市县的投资者还可以获得第三次免税的机会。

州市政债券基金在近些年来才大量出现。尤其是在加利弗尼亚和纽约等税负较高的大州，居民对州市政债券基金的兴趣最大。在马萨诸塞、明尼苏达、俄亥俄以及宾夕法尼亚等州，也有较多的

州市政债券基金。

州市政债券基金的一个不足是投资者不能获得在全国范围内广泛的投资组合。无疑，这将带来较大的风险。因此，投资者应寻找能在一州范围内尽可能广泛分布投资的州市政债券基金。

为什么相当数量的州市政债券基金会存在于像佛罗里达和德克萨斯这样两个目前不征收个人所得税的州呢?一个原因是，一部分投资者倾向于投资家乡的市政债券。另一个原因是，德州有可能开征个人所得税，这样的话，德州市政债券基金的股票价格就会因其投资对象的升值而上涨。从佛州的角度来看，尽管目前不征收个人所得税，但是仍征收一笔数量较少的无形资产税。因此，佛州的居民如果持有其他州的市政债券，也要就其从这些债券获得的利息收入缴税。

州市政债券基金大多都向波多黎各的市政债券投资。这些债券的利息既可以免缴联邦税，又可以免缴大多数州的州税。

鉴别市政债券基金，主要是判断基金的期限和信用状况。

1. 基金的期限。绝大多数的免税基金投资于长期的市政债券。短期和中期的基金则是在免税的货币市场投资。投资者一般根据自己对风险、回报等因素综合判断所得出的理想收益曲线选择共同基金。期限较长的基金往往要面临更多的利率风险。

2. 基金的信用状况。大部分市政债券基金投资于信用等级排在前 4 位的市政债券。即便如此，这些债券的信用状况也有高低之分。

六、被保险市政债券基金

质量较高的市政债券基金主要投资于所谓被保险市政债券以及其他信用等级较高的市政债券。

简言之，被保险市政债券是指有一个独立的承保人保证基金

所投资的市政债券能够到期支付利息和本金。显然，这个承保人的信誉至关重要。这也正是基金经理人选择那些被标准普尔公司和穆迪公司评为AAA信用级的保险公司的原因所在。目前，美国有5家实力雄厚、信誉卓著的保险公司专门负责对市政债券承保。

一旦市政债券的发行人到期无力支付利息或偿还本金，保险公司就将介入并承担还本付息的责任。这样，投资者就能按期获得全额的债券本息。保险公司只负责债券的信用风险，并不担保利率风险和其他风险。

市政债券基金可通过以下方式获得对所购债券的保险：

1. 债券发行人在债券发行时投保。保费由债券发行的市政当局支付。这种方式从一开始就能提高债券的信用等级；

2. 市政债券基金在二级市场购买债券时投保。在这种情况下，基金经理人选择适当的债券进行投保，并支付保费；

3. 市政债券基金为基金的全部投资投保。也即基金为其持有的全部债券投保。

许多基金经理人倾向于上述第一种方式，即他们乐意购买在发行时就已经投保的市政债券。目前，有相当数量的市政债券属于此类债券。

对投资者而言，这三种投保方式的区别并不重要。重要的是，了解自己购买的债券已被保险而且自己已经为此支付了代价。由于保险需要开支，所以被保险市政债券基金的收益一般较低。这种差别在投资回报上体现为万分之二到万分之五不等。鉴于此，投资者必须考虑对债券投保是否值得。通常而言，一家广泛投资在若干高等级市政债券上的共同基金，即使没有投保，也已经足够安全了。

七、高收益市政债券基金

与被保险市政债券基金截然不同，所谓的“垃圾”市政债券基

金投资于信用等级较低且期限较长的市政债券。这种基金的经理人期望购买那些发行人的信用状况在未来有迹象能够显著改善的市政债券，以此来获得较高的投资收益。

这种基金，与投资于公司债券的其他高收益共同基金一样，也面临着较高的信用风险和流动性风险。其中，进取性较差的基金可能只投资于几种垃圾市政债券；而其余的基金则有可能将其所有的资产都投在这一最富冒险性的领域。

然而，高收益市政债券基金的信用风险并不像高收益公司债券基金那样高。这是因为，财政严重困难的市政当局，其数量毕竟要远远少于财政严重困难的企业。

当垃圾市政债券与信用等级较好的市政债券之间的收益差距难以弥补相应增加的风险时，一些垃圾市政债券基金就会将其大部分的资产转向信用等级较好的市政债券。一般来说，素质较高的基金经理人选择风险较大的债券往往是为获取理想的投资回报。

八、挖掘市政债券的价值

规模庞大、品种繁多的市政债券市场为经验老到的投资者提供了可观的投资机会。这是因为大量的市政债券发行者所对应的只是少量的专职市场分析者。据努文咨讯公司（一家芝加哥的市政债券投资公司）估计，目前美国有 60000 家左右的机构发行市政债券，而专业分析人员还不到 1000 人；与此相反，美国股票市场却有 18000 名分析人员在为 7000 余种股票服务。

此外，公开的、可利用的信息较少也是市政债券市场与股票市场的一个显著不同。信息缺乏是低效率市场的一个重要特征。

许多市政债券并没有获得有关机构的信用评级。但是，一种债券没有信用等级并不意味着这种债券的风险就大。有些市政当局没有为数量相对较少的债券进行信用评级，仅仅是因为评级的费

用与发行数量相比显得过高，评级不划算而已。无等级的市政债券有可能蕴含着极高的价值，这需要经验丰富的基金经理人去充分挑选和挖掘它们。

九、市政债券基金的优势

市政债券基金具有许多其他共同基金所共有的优势。这包括：

1. 投资的数量较小且分布极广。一家市政债券基金最少要持有100种不同部门和地区发行的市政债券。而投资者购买这些市政债券基金股票的初始费用只有几百美元。

2. 连续的专家管理。尽管市政债券偿还不力的现象极少出现，但是，像臭名昭著的1983年华盛顿公用电力供应网无钱可还等类似的灾难性事件仍有可能会发生。优秀的基金经理人，往往在信用评级机构降低债券信用等级之前，就能敏锐地判断将要发生的危机，并采取措施予以规避。另外，基金经理人还能在庞大的市政债券市场上找到恰当的盈利机会。

3. 极强的资产流动性。单个市政债券很难出售，特别是当投资者的头寸较少时，情况更是如此。买卖双方要价差别悬殊，导致了双方较高的交易费用。通过市政债券基金，投资者以较小甚至无须代价就能非常便利地购买或者出售投资产品，或者转向其他类型的投资。

4. 每日通报基金的价格信息。相比而言，投资者个人很难获得多种市政债券的准确要价。有关债券价格和收益的信息是无法在报纸等媒体上获得的。所以，投资者只有通过经纪人才能得到这些数据。即便如此，某一债券的价格在不同的证券商那里也会有极大的差别。

十、投资市政债券的其他途径

共同基金并不是投资者购买市政债券的唯一途径。投资者还可以通过封闭型基金或者单位信托投资基金得到市政债券 。另外，近几年来非常流行的所谓“微型市政债券”，也是一种投资途径。

封闭型市政债券基金

这种基金最早出现于 1987 年。与开放型市政债券基金(即通常所说的市政债券基金)一样，正是公众对免税收入的强劲需求，使封闭型市政债券基金在近些年来得以迅速地推广普及。但不同的是，这种基金既不向新的投资者发售新股，也不允许投资者退股。而采用一般的股票交易方式。实际上，大多数封闭型市政债券基金的股票是在纽约股票交易所上市交易。

目前，美国有 150 多种封闭型市政债券基金可供投资者选择，其中有：全国性的、被保险的、高收益的和一州范围内的封闭型市政债券基金等类型。

封闭型和开放型市政债券基金，究竟哪一种更好?这主要由投资者来判断。封闭型市政债券基金像一般股票交易那样交易基金股票，因而能够吸引那些倾向于在股票市场上进行交易股票的投资者，特别是那些愿意购买按资产净值折价出售股份的投资者。封闭型市政债券基金的股票价格大致在资产净值折价 5%以上到溢价超过 10%之间不等。一般情况下，基金股票溢价交易。只有在市场疲软的时候，才会折价交易。因此，封闭型市政债券基金适合于那些等待观望市场出现特殊盈利机会的投资者。

这两种市政债券基金的资产流动性也不相同。对于开放型基金，投资者在一天内买卖基金股票的数量再大，也不会对价格产生

影响，因为开放型基金股票的价格主要根据每股资产净值来确定。而对于封闭型基金，一个规模较大的投资者可以通过足够大的交易，轻易地操纵基金股票价格的上涨或者下跌。但是，对大多数交易量适中的投资者而言，这两种基金的资产流动性差别并不重要。

开放型市政债券基金的一个优势是投资者可以非常便利地追加投资。投资者只需要签发一张支票，将资金从自己的银行帐户划转到基金指定的帐户即可。投资者也可以将自己的资金在一家基金公司内从一种基金转到另一种基金。而在封闭型基金内，投资者只有每次通过向股票经纪人发出指令才能实现自己理想的交易。在此过程中，投资者还要像买卖一般股票一样，承担相应的交易费用。

相比之下，封闭型市政债券基金的优势是基金经理人每天不必为应付投资者赎回基金股票的要求而保持足够的现金储备。这样，较之开放型市政债券基金，封闭型市政债券基金就会有更多的资金用于投资，因而就能获得更高的收益以及更高的总体投资回报。开放型市政债券基金的现金储备一般至少要占到总资产的5%。封闭型市政债券基金的现金比例还不到2.5%。

这两种市政债券基金还有一个显著的区别，即封闭型市政债券基金中有很大一部分资产用于投机活动。这种投资组合既增加了投资的回报，自然也增加了投资的风险。

单位信托投资基金

无论是开放型市政债券基金，还是封闭型市政债券基金，都是以持续运作为前提，由专家经营管理。单位信托投资基金恰恰与此相反，它表现为固定期限内固定的投资组合。单位信托投资基金持有各种各样的债券，其中以市政债券或者美国政府住宅抵押信贷机构债券(Ginnie Maes)为主。综合起来，单位信托投资基金的资产在1000亿美元以上。

单位信托投资基金的期限在几个月到25年或25年以上之间

不等。从某种意义上讲，投资者加入这种基金就相当于持有了一张确定的债券。就这种基金的期限和资产组合类型，投资者有多种选择。例如，投资者既可以选择投资于被保险或未被保险市政债券的单位信托投资基金，也可以选择某州范围内或全国范围内市政债券的单位信托投资基金。

一家单位信托投资基金在其持有的最后一部分债券到期之前，通常是不能进行清算的。投资者可以定期（每月、每季或每半年）收取利息。他们可以现金的形式收取利息和本金，也可以将本息再投资于一家共同基金，但不能将其再投资于这家单位信托投资基金。单位信托投资基金一般没有专人管理，因而基金运作费用较低。其前收费用一般不超过5%，对大宗的投资还有相应的投资临界点折扣。

如果投资者想在单位信托投资基金到期之前赎回自己持有的基金股票，可像处理共同基金一样，按当日的价格出售。这种做法在1940年颁布的《投资公司法案》中就已被明确规定。

投资者在加入一家单位信托投资基金之前，应对其作认真分析并详细询问有关细节。例如，投资者应当知道自己能获得多少对催缴债券的保护。对长期单位信托投资基金来说，这一期限至少应在7到8年。如果该基金没有投保，投资者还应考虑基金所投资债券的信用状况。

单位信托投资基金持有的债券在收兑、赎回或出售以后，本金需要经过较长的一段时间才能返还给投资者。这等于降低了这种基金的价值及其所带来的定期收益。如果有大量的投资者要求退出，那么基金发起人就不得不出售持有的债券以满足赎回要求。实际上，若基金资产低于其最初资产的某一下限比例（通常是20%）时，单位信托投资基金可以在规定期限之前提前清算。基金发起人可以在持有的债券信用等级恶化时，出售这些债券，但是收回的资金不能再向别的债券投资。

单位信托投资基金较之于专门投资债券的共同基金的一个主要优势是运作费用较低。但是，后者的优势是有专人管理。它们针对变化的市场环境可以及时进行调整，在债券大量收兑、短期收益率不稳定的时期，这足以使基金股票持有人得到补偿了。

微型市政债券

许多投资者为购买单个市政债券所要求的资金界限阻碍。例如，投资者至少需要 25000 美元才具备购买普通市政债券的资格。

所谓“微型市政债券”的出现，为投资者提供了一条新的投资途径。这种债券无息票、面值多在 1000 美元左右。由于不带息票，因而没有再投资的风险。投资者购买这种债券后，能够在一定期限内锁定收益率。投资者打算将债券持有直至期满时，才应该购买这种债券。因为微型市政债券无法转让流通，所以投资者想在债券到期之前将其让渡出手，就必须打一个可观的价格折扣。

简言之，微型市政债券在投资的分散性、专家管理和资产的流动性等三个方面，都无法与市政债券基金相比。

十一、选择市政债券基金应考虑的因素

选购市政债券基金相当困难。一个原因是可供选择的基金太多。以下是应当注意的要点。

1. 一般来讲，大多数投资者倾向于开放型和封闭型市政债券基金，而不是单位信托投资基金。有专家管理、能够获得大量的有用信息，这都是应予考虑的关键因素。单位信托投资基金在这些方面与前述两类基金截然不同。

2. 如果投资者居住在税收较高的州，那么就应考虑州市政债券基金。但是，应当清楚，由于投资的地理分布有限，这种基金的风险要高于全国市政债券基金。另外，收益也可能较低。因此，投资

者应将一部分资金投在全国市政债券基金上面。

3．如果投资者希望投资更安全一些，被保险市政债券基金则可以满足这一要求。但是投保需要增加基金运作的开支——也即这种基金的收益要低于其等值投资所能带来的收益。相比之下，州市政债券基金比全国市政债券基金更值得投保。

4．对投资者而言，追逐高收益的市政债券基金并不是最好的选择。过高的收益率后面往往隐藏着一些严重的问题。

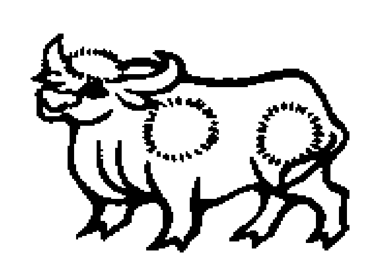
5．投资者应当认真检查基金的投资结构，特别是要关注资金向医院、住房等特殊部门的市政债券高度集中的投资组合。如果市政债券基金将50%或50%以上的资产投向一两个部门，则无论是什么部门，投资者都要十分小心谨慎。

6．投资者要经常留心时局的变化，尤其是国内和州内的一些重大事件。这样可以使投资者免受特定部门和地区市政债券的波动所带来的危险。当然，无论哪一种基金，投资者主要还是应当依靠基金经理人为其作详细的市场分析。

7．如果投资者计划长期投资于市政债券，并且能够承担一定的市场波动和风险，那么不妨考虑一家期限较长、未保险的市政债券基金——目的在于获取较高的潜在投资回报。投资者应牢记，这些基金将面临大量的利率风险。1987年利率急剧攀升，许多大意的投资者都难逃此厄运。而在这种情况下，大量赎回基金股票只能加重这场灾难。

第十一章

债券基金分析



与股票基金相比，债券基金是均质的投资组合。在一年当中，一种公司债券基金上升15%而另一种基金下跌10个百分点的现象很难出现。几乎所有债券投资的增减多少都与利率的波动或其他市场趋势的变化有关。债券投资的变动走势比之股票投资，各种债券之间的联系显得更紧密一些。

尽管如此，由于管理、费用以及所投资债券的类别等因素的影响，某些固定收入型基金的业绩要好于其他类型的基金。投资于特定领域的优质基金，一年当中的收益可能会超出竞争对手2～3个百分点。机敏的投资者懂得分析哪些关键因素以鉴别质量较好的债券产品。本章的任务就是讨论这些关键因素。

一、管理和业绩

毫无疑问，良好的管理对股票基金而言是至关重要的；但是，有些人却并不认为管理因素对债券基金也是相当重要的。在某一时期内，同一种类中各债券基金的总报酬率通常并不像股票基金那样变化显著。除了高收益基金的情况例外，对大多数债券基金来说，确实是这么回事。当然，好的债券基金经理人能够一步步地创

造出良好的投资结果，使自己的基金处于领先地位。每一个小小的优势，特别是在收益大量聚集的领域，都有助于这种地位的实现。

这样看来，投资者弄清谁是基金经理人、在位有多久、信奉何种经营哲学是非常重要的。才华横溢的基金经理人能够辨认债券价格中的异常和无效率之处，能够敏捷地采取行动，使基金增值。他们常常并不把债券等级等同于债券面值，而是作大量的研究分析，不断地寻找增值机会。

投资者希望了解基金在过去5到7年中不同市场环境下的投资业绩。例如，某种长期美国政府债券基金在利率上涨的1987年里是如何变化的？某种可背书抵押债券基金在利率下跌的90年代初期有什么样的进展？当垃圾债券市场在1989和1990两年中举步维艰时，高收益基金情况如何？尽管过去的收益水平未必就能说明未来的收益水平，但是投资者如果继续支持被证实的基金，成功的机会就更多一些。

有关债券基金的总报酬率数据可从本书第三章得到。投资者欢迎那些处理风险能力胜于对付同行能力的基金经理人。例如，《福布斯》杂志每年度进行的共同基金调查用不同的字母(由A+到F)来表示各种应税和免税基金的市场位势等级。投资者特别要谨慎空头市场中的低等级基金。

这样看来，投资者需要一个综合影响基金运作的所有风险因素并反映基金整体不稳定性的总体指标。在这方面，最理想的指标是标准差。标准差反映基金以往的收益水平围绕平均值的波动程度。标准差较高的基金面临的风险往往也比较大。

通过分析一家基金以往总报酬率的不稳定性，投资者能够大致估计其未来的行情走势。标准差可以用来作各种对比分析，甚至在不同种投资之间也可以进行。例如，债券基金可与股票基金像与其他债券基金一样进行比较。

芝加哥晨星公司定期报告它所跟踪分析的各个种类债券基金

的标准差。这些标准差值每月在1%到3%间变化。此外，这家公司提供的这项服务也报告各家基金的标准差。各家基金的标准差值每月在-1%到+5%间波动。

二、基金费用

首先，投资者需要牢记本书第五章有关基金费用的启示。费用状况对债券基金的投资者至关重要。固定收入型基金的长期报酬一般要低于股票基金，因此每增长一个百分点都极为关键。投资者鉴别基金的成本费用水平，需要仔细研究招股说明书前面的费用表。比较几种备选基金的费用水平，优先考虑低成本的基金。

其次，需要检查基金在过去几年里的费用率。在对比不同基金的费用状况时，还应注意：规模较大的基金，由于规模经济的缘故，通常每股费用都比较低。此外，与每年征收12b-1费用的基金相比，真正意义上不收费基金的费用水平要更低一些。当然，这部分费用也应当作为一部分计人基金的整个费用率。

再次，还要检查基金成本的变动趋势。投资者要特别注意那些看上去费用率水平正在增大而不是逐渐缩小的基金。如果基金的资产规模没有列出，可以将资产净值价格与当时发行在外的股份总额相乘计算得到。

表11-1列出一个较极端的案例。假定某债券基金XYZ的费用率在过去几年里随资产规模的扩大而增长。这家基金资产规模的扩大非常显著：从1987年的110亿美元到1992年的700亿美元。投资者至少可以从规模经济中获得一些利益。

表11-1　基金XYZ的资产与费用率比较

年　份	1992	1991	1990	1989	1988	1987
净资产总额(亿美元)	700	500	325	200	145	110
费用率	1.50%	1.40%	1.25%	1.20%	1.19%	1.20%

三、基金周转率

与股票基金一样，较高的周转率带给债券基金的也是较高的交易费用，这恰恰又是基金投资者所难以容忍的。国债基金和高等级公司债券基金的交易费用相对比较低，即使周转频繁也是如此。如果基金投资于低质量的债券，高周转率就会带来隐患。

交易费用主要由买入卖出差价和交易规模效应决定。投机性较强、流动性较弱的债券往往要面临较高的交易费用。对股票而言，也是如此。因此，可得结论：证券的质量越差、流动性越低，交易费用越高，交易中买入卖出差价和价格折让也就越大。投资者要警惕周转率较高的垃圾公司债券和市政债券基金。

投资者希望基金在利率比较稳定的年份保持较低的周转率。但是，在债券市场不稳定性增加的时期，不应将基金在较好业绩下的频繁周转视为消极现象。

投资者要尽力避开那些周转率持续偏高的基金。较高的周转率常常会带来较高的税负。除非投资者选择个人退休金帐户或其他延迟纳税的投资计划，否则较高的周转率将给投资者带来危险。

四、其他视角

一些基金专家建议投资者主要关注招股说明书的最后部分，即主要研究基金过去的总报酬率和不稳定性，不要考虑费用率和周转率因素的影响。

这种观点有一定的可取之处。其逻辑是基金的所有成本，包括管理费用、行政支出、12b-1 费用以及与周转相关的交易费用等在内，在计算资产净值和总报酬率时都已自动剔除在外了。

例如，在表 11-2 中，虽然债券基金 ABC 的费用率和周转率都

高于基金XYZ,但它无疑却是投资者较好的选择。基金ABC较低的风险能给投资者留下特别深刻的印象。正如前面所说,基金ABC的总报酬率已经不含任何成本和交易费用了。

表11-2 两种公司债券基金的比较

债券基金	复合年平均总报酬率	标准差	平均费用率	平均周转率
ABC	14%	1.5%	1.2%	140%
XYZ	10%	2.5%	0.9%	50%

仅关注总报酬率的问题在于这种做法是建立在"过去的业绩代表将来的业绩"这一假设前提之上。我们的观点是费用率和周转率比之总报酬率具有更强的可预见性。这样,如果投资者选择一家费用率和周转率都比较低且业绩较好的基金,则成功的机会就会更多一些。

需要注意,前收和后收费用通常并不像其他费用那样从公开出版的投资业绩报表中剔去。因此,投资者要掌握投资的潜在收益还要计算销售费用的影响。

五、基金规模

一种关于基金费用的观点值得注意。这种观点认为债券基金的规模越大越好。理由是规模较大的基金能从规模经济中受益,因而具有较低的费用水平。还有,大基金的经理人一般从事大宗债券的交易,交易完成的质量往往较高。这种分析适用于高质量的固定收入型基金。

另外,当向流动性较弱的垃圾债券投资时,还有一种观点认为应选择小规模或中等规模的基金。原因是这样的基金更易于控制。对较小的垃圾债券,它们能够获得有意义的头寸而不必担心影响

债券价格。特别是在基金经理人决定迅速退出市场时，这一点尤为重要。

六、基金构成

与对待股票基金一样，投资者需要确信自己所投资的债券基金正在按照基金招股说明书中列出的投资政策运转。为此，投资者必须检查基金年度和半年度股东报告中列出的投资对象。投资者不必分析基金所持各种债券的潜在收益，只按通常的分类观察基金投资对象的构成即可。

如果投资者加入的是可向任何一部分债券市场投资的混合型或弹性基金，则需要了解目前投资的重点在哪里。在理想的状态下，投资者还要知道基金各部分的投资如何随时间延续而改变。对任何一种有弹性的基金，投资者都需要弄清哪种类型的债券目前占据着投资的主导地位。

七、信用质量

以下是两个高收益基金的投资者需要回答的问题：

1. 该基金能够承担多少信用风险？

2. 该基金目前实际承担多少信用风险？

基金的招股说明书能够很清楚地回答第一个问题。对第二个问题，该文件也能提供大致的思路。这是因为高收益基金的招股说明书按字母等级类别对基金所持有的全部资产进行了详细的分类。投资者也可以在《晨星共同基金》中找到这些信息。

表 11-3 是 3 家假定的基金的资产构成。基金 A 的信用风险最低。基金 C 的投机性最强。

表 11-3 三种假定高收益基金的资产构成　　单位:%

标准普尔的信用等级	基金 A	基金 B	基金 C
U.S.Govt.	4	0	0
AAA	1	0	0
AA	2	0	1
A	3	0	1
BBB	33	0	8
BB	39	84	3
B	8	7	59
CCC	4	4	7
无等级*	0	0	13
现金储备	6	5	8
Total	100	100	100

* 投资顾问对无等级债券的评估。占基金 C13%的无等级债券中,9%和 4%分别相当于 B 和 CCC 级。

对无等级债券,招股说明书也将列出基金投资顾问根据相当于标准普尔的信用等级所进行的分类。

八、平均期限

这是有关基金不稳定性的一个重要指标。债券基金的期限越长,利率风险就越大。如果利率急剧上扬,这些基金就会被远远地甩在后面。目标到期日基金在持有零息票债券时,对利率的变化最敏感。投资者在利率较低的时期,对期限较长的债券基金要特别小心。在调查基金的期限时,投资者还要了解基金的经理人是否通过期货或期权交易进行套期保值,这种做法能够减轻基金在利率风险面前的压力。此外,如投资者还想获悉基金经理人有多少弹性来延长或缩短基金期限以应付预期的市场变化,可以参考基金的招股说明书或向基金的电话交易代表查询。

投资者应当明白美国政府发行的国债并非万无一失。一家长期国债基金的价格可能会比一家短期垃圾债券基金的价格掉得还厉害。国债只能保护投资者免受信用风险的危害，但并不能使其避免利率风险的影响。事实上，高质量的长期债券基金对利率波动最敏感。

就其自身而言，债券基金具有长期的平均期限或有效期并不是必然的好与坏。期限较长的基金也可能很适合投资者的投资意图；特别是在投资者试图从预期的利率下跌中盈利的时候，情况更是如此。

九、平均息票

将债券基金的平均息票与平均期限结合起来分析，能够比各自单独的分析更准确地评价基金对利率的敏感性。债券的息票表明每年按面值的多大比例支付利息。一种垃圾债券可能会有16%的息票，而一种国债的息票却只有8%，拆卸债券则根本没有息票。

息票的数量有如下涵义：

1. 息票数量较大意味着较低的利率风险。假设一家基金的平均息票为14%，而另一家基金的平均息票为7%，则在双方期限相同的情况下，前者对利率变化的敏感性要弱于后者。

2. 息票数量较大且平均期限较短意味着较短的有效期和较弱的利率敏感性。相反，息票数量较小且平均期限较长往往意味着潜在较高的不稳定性。

3. 息票数量较大表明基金在利率下跌时期易于受到赎回风险的危害。如果有机会的话，债券发行人将收回它们昂贵的“借据”，而代之以更为廉价的东西。

4. 息票数量较大经常与质量较低的债务联系在一起。这是因

为信用较差的债券只有支付较高的利息才能吸引到投资者。在一家基金内部，息票数量较大意味着基金经理人以牺牲总报酬率为代价选择收益率。

5. 一家可背书抵押债券基金的息票较大，常常预示着该基金在提前支付风险面前将束手无策。在利率下跌的时期，住宅所有者倾向于在较低利率水平上重新获得融资，从而对持有可背书抵押债券的基金造成严重的冲击。

投资者可以在基金股东权益报告的投资组合构成中找到平均息票的数据，也可以通过与基金电话联系获得。另外一个较好的渠道是《晨星共同基金》，该杂志对其跟踪的每一家固定收入型基金都计算一个加权平均息票。

与其他平均值一样，平均息票也有一定的误导性。要是基金持有大量零息票的话，平均息票值将大大减少。因此，值得注意息票的分配。《晨星共同基金》为投资者提供各基金在这方面的信息。

十、平均价格

债券基金所持各种债券的加权平均价格，虽然不易得到，但却是一个有用的统计指标。如果债券的平均价格等于它们的面值，该值就是100%。若该值低于100%，譬如90%，则意味着债券正在折价交易。若基金的平均价格是110%，表明债券正在溢价交易。

投资者可能会遇到债券因利率下调而自身价格上涨、溢价交易的事情。这也预示着一部分债券极有可能被发行人从基金中赎回。另外，还表明随着债券逐渐临近到期日，债券的溢价部分最终将趋于消失。

与之相反，债券在利率下调时期折价交易有可能是件好事情，这是因为债券的价格将有较多的上涨空间。假定折价交易的债券没有什么大的麻烦，投资者还能指望它们随着到期日临近而逐渐

增值直至债券面值。

投资者可从《晨星共同基金》中找到某家债券基金的平均价格。

十一、债券基金收益率较稳定

一家债券基金的收益率或者说净收益分配率与股票或债券的本期收益率极为相似。它表示为按资产净值的某一百分比支付利息或股息。资本利得远比收益不规律和不可预见，因此没有包括在基金收益率之内。

12 个月收益率

人们常常用各种不同的方法计算基金收益率、收益率的概念也变得越来越难以捉摸。其中，一种比较常见的方法是用基金在过去 12 个月分配的收益总额除以资产净值。

12 个月收益率＝上年收入分配总额/资产净值

该率也可以称为 12 个月分配率。用百分比形式表示的 12 个月收益率，很像本书第三章提到的招股说明书中每股收入与资产变动表里的净投资收入与平均净资产之比。投资者可以通过研究基金在过去几年的有关信息资料，较清楚地了解过去基金收益率变化的大致范围。

基金收益率可表明投资者能够得到何种收入回报，因此，投资者关注每月的现金流量是极为重要的。投资者应当明白一家共同基金的收益率是随基金资产净值的增减或收益分配的变化而上下浮动。所以，一家基金的收益率并不像单个债券、单个短期国库券或大额存款单的收益率那样固定不变。

按年率计算的 30 天收益率

过去，基金公司采取各种方法计算收益率从而描绘诱人的赢

利前景用作广告宣传。它们常常根据利率走势，操纵收益率的计算期。例如，当利率趋于上升，基金就会按年率计算 7 天的收益率以反映近期较高的收益状况。

但是，自 1988 年 6 月以后，美国联邦政府证券交易委员会要求所有基金，在进行广告宣传和回答电话查询包括自动声讯传递时，统一使用按年率计算的 30 天收益率。如果基金持有较多高收益的溢价债券，证券交易委员会规定的标准收益率就是一个比较符合实际、不会膨胀的数字。假如基金就其持有的政府债券，签定了优先购买期权合约，该标准收益率也不会被期权收益拔高。

证券交易委员会规定了一个复杂的公式供各基金公司计算 30 天收益率。这意味着所有基金在使用同样的公式计算收益率。该公式假设基金将持有所有的债券直至到期。因此，与一般的收益率或分配率公式不同，证券交易委员会的计算公式考虑了债券溢价和折价摊销的因素。换言之，如果一家基金持有较多的溢价债券，按证券交易委员会的计算公式得出的收益率将低于按简单收益率计算公式得出的数字。

证券交易委员会的收益率计算公式可以理解为按年率计算的 30 天债券到期收益率。弄清到期收益率的概念对掌握收益率的标准计算公式大有帮助。以下案例说明这种方法对单个债券与本期收益率有何不同。

例如，一种息票为 14%的债券，售价为 1400 美元，期限 10 年。债券到期时，持有人将得到 1000 美元，比现价少 400 美元。该债券的本期收益率是 10%(140 美元÷1400 美元)，而到期收益率只有 8%。原因是到期收益率包含了摊销 400 美元溢价的因素。

证券交易委员会的收益率计算公式是非常深奥的。投资者个人得不到需要的数据，因而他们自己无法计算这种标准收益率。附带地，这一计算公式还可以将基金所有的销售费用考虑进去。

投资者可以通过与基金公司电话联系得到这种每天重复计算

的标准30天收益率。货币市场基金按同样的方法编制按年率计算的7天收益率。基金还应当随标准收益率一道列出它们按年率计算的1年、5年和10年报酬率数字。总报酬率与收益率一并列出的原因是有时即使收益率很高,总报酬率也有可能很低。

在这些指标之外,债券基金还向投资者提供其他比较简单的收益率指标,但是必须把证券交易委员会的收益率指标放在首位。其他指标提供的主要是分配率,如前面提到的12个月收益率。年度分配率指标是将不同时间区段上支付的收益综合而成。

绝大多数债券基金按日计息,按月支付。这意味着如果投资者在某月18日赎回自己的基金股票,该月将得到18天的股息。也即基金的投资者可以一直获得股息直至赎回股票的那一天。但是,不是所有的基金都采取这种办法。有些基金按季度支付股息,而且也不是按日计息。投资者要了解债券基金采取哪种股息计算方法,可以通过查阅招股说明书或向基金公司查询。

十二、重点关注总报酬率

基金的总报酬率是由资本利得或损失与净投资收益两部分组成。投资者不能仅仅依靠收益率来决定是否加入某种基金。收益率只能说明事情的一部分,而且有相当的误导性。总报酬率是最全面衡量投资业绩的一项指标。在投资者面临因本金流失而损失严重时,较高的收益率又能有什么用呢?

实际上,高收益率必然招致高风险。这是因为债券基金的经理人只有三种办法刺激收益率的上升,而每种办法都能带来某种风险:

1. 增加利率风险。
2. 增加信用风险。
3. 向高息票债券投资。

利率风险　表8-1已经说明了较长期限对单个债券价格的影响。无论什么时候，只要利率下调，为提高收益率而延长债券基金的平均期限都将面临上述消极影响。

信用风险　这里所说的只是因债券发行人财政状况恶化而导致债券价格的下跌。即使债券没有陷入偿还危机，投资者也要承担这种风险。

例如，假设某债券信用级为BB级，息票为12%，售价是850美元。本期收益率为14.12%(120美元/850美元)。某债券基金的经理人购买了这种债券，但是由于债券发行人财政状况恶化，一年后此债券的价格降至650美元。该债券基金的总报酬率是－9.41%，该值等于14.12%的收益率加上债券价格23.53%的下跌幅度。高收益率对债券基金和单个债券而言都是危险的。

高息票基金　另外一种增加收益率的策略是溢价购买高息票债券。这种情况往往发生在一家基金根据证券交易委员会规定按年率计算的30天收益率低于同期简单计算出的分配率时。溢价债券常常具有较高的本期收益率。当这些债券被兑回或到期时，危机便产生了。

例如，假设某债券信用级为AAA级，息票为12%，售价是1200美元，本期收益率为10%(120美元/1200美元)。相似的债券售价接近于面值，本期收益率9%。假定该债券没有任何信用风险。但当该债券的发行人赎回这种债券且基金又不得不把赎回所得按当前较低利率水平重新投资之时，这种债券就成为错误的选择。即使基金能够持有高息票债券一直到债券到期，也不能避免投资失败的命运，这是因为债券的溢价部分将随到期日的临近而不断消失。这样，以1200美元买进的债券只能按面值，也即1000美元兑回。

溢价购进的高收益债券，即使没有任何信用风险，也暗含着大量的陷阱。此外，有些债券基金竟然用本金支付股息。这些基金在

利率下跌的时期，拼配资产以求避免降低股息分派量。这是侵害投资者利益的一种不受欢迎的举措。幸运的是，看来这种举措今天并没有多少市场，这要归功于那些基金经理人更多关注总报酬率，较少盯着收益率。

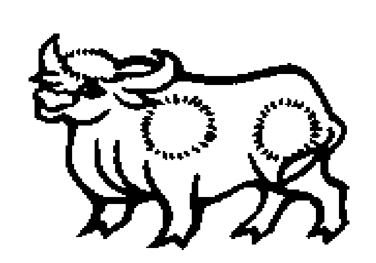
十三、避免过分注重过去的业绩

很多投资者过分关注基金在最近的投资业绩，并借此加入其中。将希望寄托在上一季度或上年度成功者身上常常会使投资者大失所望。债券市场在投资者眼里不断地得宠和失宠，业绩名列前茅的共同基金也是如此。投资者总是不断地寻找那些保持良好投资业绩的基金经理人。

然而，即使过去业绩较差的基金类别也能给投资者带来赢利的机会。各个市场部分、各种投资风格都经历兴盛和衰退这两个时期。有时候值得花一部分钱来做一次逆向投资者。

第十二章

市场波动对策



贱买贵买是最基本的一条商业原理。但在现实生活中，不少投资者常常会矫枉过正。他们被贪婪和恐惧的心理征服，在价格高得离谱时还购进，最终不得不在投机性泡沫中蚀本。股票的风险远高于共同基金，因而投资个股比投资共同基金更容易犯这种错误。尽管如此，仍然有一些基金，特别是不稳定性较高的积极成长型基金、部门基金和高收益基金，也会发生类似的问题。

引入市场时机选择。遵循此法的投资者并不试图避免上述的趋势或心理。他们也不试图在最低点买进、在最高点卖出。实际上，这些投资者希望能在避免下跌的同时，尽可能地加入到止跌回升的行列中来。尽管市场时机选择是一门不精确的科学，也存在一些严重的问题和危险，但从一定程度上看，它至少是为绝大多数个人投资者和基金经理人所广泛使用的一种方法。

市场时机选择有很多种方法。其中，有一些方法比较复杂，需要进行大量的工作。还有一些则较简单，也不需要维持费用。例如，在众多基本策略中，美元成本平均法就是一种比较有效的时机选择工具。这是因为这种方法能使投资者在价格较低的时候买入较多的股票，在价格较高的时候，买入较少的股票。较为主动的交易策略还包括，依据各种市场信号在同一基金族内的不同基金之间

转换投资。转换投资的资产份额越大，这种方法的进取性就越强。

我们认为，市场并不总是有效率的。因此，适当做些时机选择是值得的。但基于以下三个原因，我们也对这套进取性过高的系统持怀疑态度。第一，它能使投资者在多头市场一面倒的情况下退出市场；第二、短期移动平均线的预测决不可能有稳定的精确度；第三，相当一部分投资所得将被税收和交易费用拿走。

实际上，有关市场时机选择的学术研究已被很好地结合在一起。不少投资专业的学生仍然激烈地反对那些进取性过强的市场时机选择方法。而市场效率和指数基金的坚定支持者则认为任何市场时机选择系统都是无效的。

一、股票市场循环

股票价格大体上是逐年持续地上涨，有时也会沿一定的趋势线剧烈地波动。多头市场和空头市场的长度和强度都在不断地变化，但前者持续的时间通常要长于后者。平均来看，每 10 年当中有 7 年股票价格在上涨。图 12-1 是一个典型的股票市场循环。

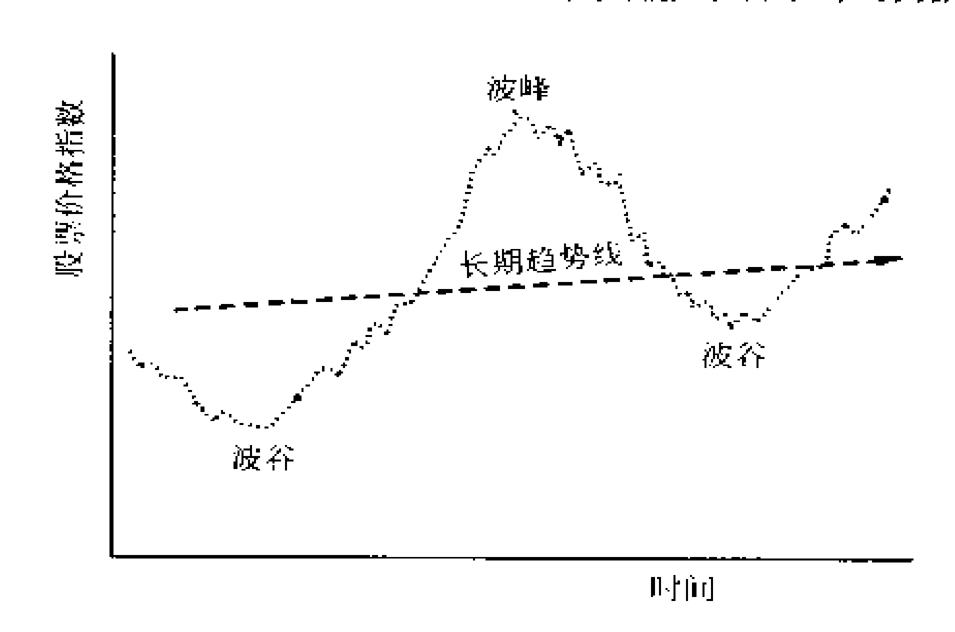


图 12-1　股票市场循环

在鉴别波谷和波峰时，进取性较强的时机选择者必须要取得成功。贱买贵卖，说起来容易，做起来却很难。在事情发生之前，要指出波峰和波谷是很困难的。那些看来像市场上限和下限的时点，实际上，只不过是一个短暂的盘整休息点。

二、两种市场时机选择者

我们用凯文和迪姆这两个完全相反的市场时机选择者为例，来表明好的和差的区别有多大。为简便分析，假定每年开始的时候，凯文和迪姆都有两种共同的选择：把全部资产或者投进一家货币市场基金或者投进一家不收费的积极成长型基金。表 12-1 列出每种选择每年的总报酬率。

表 12-1　两种投资选择的总报酬率　　单位：%

年份	基金 A	货币基金
1	25	5
2	−5	6
3	10	4
4	−8	6
5	14	6
6	90	5
7	−30	7
8	12	4
每年平均总报酬率	9.3	5.4

假定凯文是幸运的投资者，每年开始的时候都能做出正确的选择。迪姆则恰恰相反。表 12-2 是两人每年的投资业绩结果和每年平均总报酬率。

表 12-2 凯文和迪姆的投资业绩结果 单位：%

年份	凯文	迪姆
1	25	5
2	6	−5
3	10	4
4	6	−8
5	14	6
6	90	5
7	7	−30
8	12	4
每年平均总报酬率	19.0	−3.2

凯文每年平均能实现19.0%的增值，而相比之下，迪姆只有−3.2%。与此同时，基金A和货币基金平均每年分别增值9.3%和5.4%。迪姆在其一系列错误决策中，第六年的决策最具决定性，这年基金A的总报酬率是90%，而迪姆却选择5%的货币基金。可见，迪姆这样做的效果远不如他采取买入并持有的简单策略。

在现实生活中，绝大多数对市场进行分析选择的投资者，既不像凯文那样走运，也不像迪姆那样倒霉。但是，进取性较强的市场时机选择将对投资结果产生决定性的影响。错误分析形势的投资者，即使在基金取得较好收益的情况下，也将不得不面对一塌糊涂的投资结果。

假定凯文在两次关键的多头市场年份（第一年和第六年）决策失误，而在其他时期决策正确。将这两年货币市场基金的总报酬率记入凯文的投资业绩，每年平均总报酬率就由19.0%下降至8.1%。因此，尽管在八年当中有六年选择正确，凯文的境况也不如他采取一直向基金A投资的简单策略。

舒尔和伍德沃德教授对市场时机选择所做的一项精确研究表明，要想成为一名成功的进取性市场时机选择者，投资者对多头市场和空头市场预测的准确度必须至少在70%以上。他们的结论是长期投资者在多头市场的所得远远超过其在空头市场的所失。如果投资者能够延缓出售，就不会失去价格回升的机会。当价格突然变化而且急剧上涨时，进取性投资者就会面临持有现金的风险。

相比之下，一名保守型投资者对股票基金的投资占总投资的份额总是保持在70%到90%之间。当其感到周期性的波峰即将来临时，就会变得轻松一些，并把更多的进取性股票基金投资转为对β值较低的股票收入型基金的投资。当其感到市场即将进入波谷时，就会把较多的资产转入不稳定的基金，使这部分投资大体保持在总资产的90%左右以等待市场的转机。

如果投资者不打算分析选择市场时机，那么做一名长期投资者也能取得可观的投资业绩。这种情况可以用图12-1中的长期趋势线来说明。图12-1表明，尽管股票市场是在围绕该线上下波动，但是从长期来看却是上升的走势。一些基金公司所做的模拟投资显示，即使投资者持续地在每年最糟糕的时候——市场价格的年度最高点——购进股票，一样也有不错的结果。其中的关键是要在各年度均匀规律地分布投资。

例如，特·罗华价格基金的研究表明，假定某投资者从1973年1月11日开始，每年按当年最高价向标准普尔500种股指成份股投资2000美元，并将股息每季度再投资一次，则截止1992年12月31日，该投资在20年里的年平均增值幅度为11.28%。详见表12-3。

表 12-3 每年按最高价格投资 2000 美元的收益情况

投资日期	标准普尔 500 指数	累积投资（美元）	年末帐户价值（美元）	累积所得（损失美元）
01/11/73	120.24	2000	1676	324
01/03/74	99.80	4000	2675	(1325)
07/15/75	95.61	6000	5596	(404)
09/21/76	107.83	8000	8962	962
01/03/77	107.00	10000	10182	182
09/12/78	106.99	12000	12690	690
10/05/79	111.27	14000	17006	3006
11/28/80	140.52	16000	24478	8478
01/06/81	138.12	18000	25154	7154
11/09/82	143.02	20000	32553	12553
11/10/83	172.65	22000	41795	19795
11/16/84	170.41	24000	46381	22381
12/16/85	212.02	26000	63069	37069
12/12/86	254.00	28000	76733	48733
08/25/87	336.77	30000	82198	52198
10/21/88	283.66	32000	97734	65734
10/09/89	359.80	34000	130588	96588
07/16/90	368.95	36000	128338	92338
12/31/91	417.09	38000	169280	131280
12/18/92	441.28	40000	184147	144147
年平均总报酬率：11.28%				

注释：标准普尔 500 种股价指数为每年的最高值；帐户价值假定全部股息按季度进行再投资计算。

资料来源：特·罗华价格基金公司

那些持续投资——即使是在每年最糟糕的时候——的投资者能够从以下两方面受益。

1. 在不同时间区段上分散投资。一些年份如 1974 到 1979 年间

的市场波峰，从整个投资期来看，并没有多高。此外，采取固定间隔、固定数量的投资计划，可以使投资者在任一时期避免过大数量的投资失败。实际上，投资者仍然遵循着某种形式的美元成本平均法。

2. 将时间作为投资伙伴，充分利用市场的长期上涨趋势。尤其是，长期投资者能够利用复利的巨大威力。如果能将基金分配股息不断地再投资，情况更是如此。这是另外一条实现平均投资的途径。

三、贪婪与恐惧

绝大多数成功的投资者对众多影响股价的因素有着清醒的认识。这些因素不仅包括诸如公司赢利、经济增长之类的数值型变量，还包括大众心理和人类情感之类的非数值型变量。

贪婪与恐惧驱动着价格极端地高于或低于价值。几个世纪以来，公众对市场都是在过度地反应，不是买得太贵，就是卖得太便宜。人类的这种情绪波动不仅仅局限于股票。其他如房地产、黄金、一时风尚的收藏品，甚至荷兰的郁金香球茎等热点商品的交易都能反映出这一特征。随着多头市场的形成和持续，越来越多的人加入到其中。他们从朋友和熟人那里听到大量的发财故事，就希望自己也能分得一杯羹。他们相信还会有挣钱的机会，贪婪占据了支配性的地位。

尽管不是全部，但有些市场时机选择者确实像逆向投资者那样思考。他们在别人越来越贪得无厌的时候，将自己的赢利变为现金，而不是等待更多的惊喜和兴奋。正如华尔街那句古老的谚语："没有一棵树能长到天上。"每一次价格的回升迟早都会停止的。

估价晴雨表

为辅助测定市场的上限和下限，价值导向的市场时机选择者常常瞄准几个关键指标，其中最主要的是价格收益比率(P/E)、股

息收益比率(D/P)和价格帐面价值比率(P/B)。

《贝龙》的市场实验室每周跟踪计算道·琼斯工业、运输、公用事业股票平均指数,标准普尔500种及工业股票股指的价值估测指标。《投资者商业日报》的市场总体指标栏每天也刊登道·琼斯工业股票的股息收益比率、价格收益比率和价格帐面价值比率等数据。

在各项指标中,投资者最关注的是市场的价格收益比率和股息收益比率。过去几十年当中市场的价格收益比率在最低不足8%到最高超过20%甚至更高之间变化。股息收益率与股价呈反比变化关系。这意味着股价越高,股息收益率就越低;反之亦然。股息收益率多在低于3%到高过6%之间伸缩。

以下是衡量股价比率和市场极限的几个一般基准。

• 当综合价格收益比接近或超过20%、股息收益率接近或不足3%、股票的价格帐面价值比超过200%时,市场就处于过度投机状态。1987年的夏天是极好的一个例子。在该年8月底,标准普尔500种股指成份股的股息收益率仅为2.6%,价格收益比和价格帐面价值比分别是23%和260%。到10月份,股市就出现了暴跌。

• 当综合价格收益比接近或低于10%、股息收益率等于或超过6%、股票的价格帐面价值比不足125%时,市场就处于缺乏投机状态。80年代的多头市场就是从最低股价水平上开始出现的。

再来看市场极限。在市场呈现过度投机之势时,将资产过多转向股票基金是一种很不明智的做法。而在股票似乎贬值的时候,这就是一个好主意。如果投资者想一直保持比较充分的投资,不妨考虑在股价回升后将资产更多地转向更保守、β值更低的基金,例如股票收入型基金。在美国市场的热度胜过其他国家的市场时,投资者也可以提高对国际基金的投资比重。相反,当国内股票价格看起来要到达最低点时,富于冒险精神的投资者选择不确定性较强的基金也是一个必然的结果。

小企业股票价格

如果投资者能够承受小企业基金价格频繁的上涨和下跌，这种基金就将是他们难得的长期投资对象。这种基金波动的幅度与频率大大高于那些大企业基金，因而市场时机选择至关重要。投资者加入小企业基金的最佳时刻是这种基金中各股票的综合价格收益比低于大企业基金相应数值的时候。

通常情况下，企业规模越小，其增长的潜力便越大，因而股票的价格也就越高。实际上，从标准普尔 500 种股指成份股的历史来看，小企业股票的综合价格收益比大致在不足大企业股票相应数值的 100%到超过 200%之间变动。当这一指标值接近 100%时，就像 80 年代后期那样，小企业股票的价值将出奇地引人注目。而在该指标达到 115%与 120%之间甚至超过 120%时，仍然十分抢手。但如果超过 175%，就需要小心谨慎了。

一些基金公司出版有反映这两类股票价格收益比率历史关系的图示。例如，斯库德发展基金，一家历史悠久的小企业基金，就报告自己所持股票与标准普尔 500 种股票的价格收益比关系。图 12-2 是斯库德发展基金的价格收益比率关系图示。

投资者青睐小企业基金是由于这种基金具有意外的长期投资潜力。那些能够承担其不稳定性的年轻投资者尤其应当考虑选择这种基金。如前所述，确定购买时机的一个好办法是比较小企业基金与标准普尔 500 种股票的价格收益比。

绝大多数小企业的经理人员强调企业的成长，但注重价值投资的投资者数量也在逐渐地增多。价值型小企业基金比成长型小企业基金拥有更低的价格收益比。投资者要了解基金的价格收益比情况，可向基金公司的电话交易代表咨询。有关标准普尔 500 种股票的价格收益比数据每周可在《贝龙》市场实验室中找到。《晨星共同基金》提供单个共同基金的价格收益比和价格帐面价值比，并将其与标准普尔 500 种股票的指标相对比。

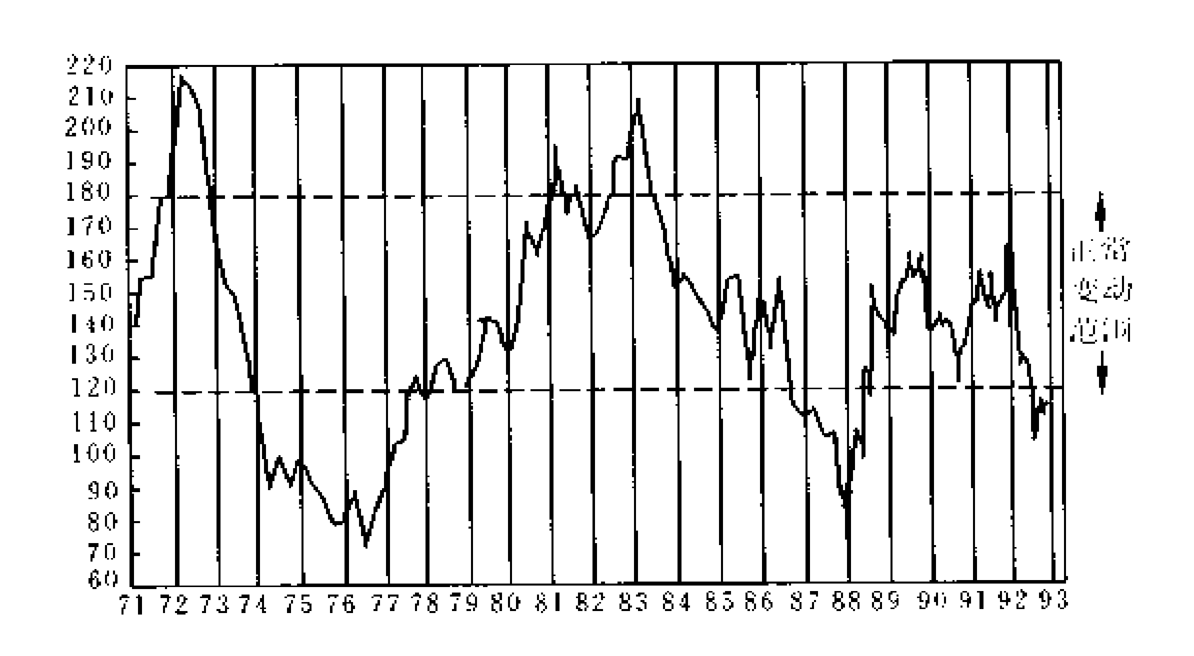


图 12-2　斯库德基金标准普尔 500 种股指的价格收益比率关系

四、美元成本平均法

应付市场波动，投资者也许倾向于较被动的方式。正如前面已经提到的，美元成本平均法就是这样一种不错的方法，它能分散投资从而可以避免损失过重。在决定何时买进的时候，排除了主观臆测。此外，它还能使投资者在不同时间区段上分散投资。当价格较低的时候多买一些，当价格较高的时候少买一些。作为一种投资的方式均价、美元投资能够迫使投资者在市场处于低谷而其他投资者还在恐惧观望时进行投资。

假定某投资者每季度向一家不稳定的基金投资 1000 美元，投资结果如表 12-4 所示。在 7 月 1 日以后，该投资者将拥有 305 股、总帐面价值 3812.50 美元的股票。每股平均成本为 9.84 美元。据表 12-4 中注释可知，三个资产净值的平均值为 10.17 美元，高于按美元成本平均法的平均成本。因此，该平均值就是投资者一次买进所有股票的机会成本。

表 12-4 美元成本平均法 单位：美元

日期	投资数量	资产净值	购进股数	总股数	帐面价值
1月1日	1000.00	10.00	100	100	1000.00
4月1日	1000.00	8.00	125	125	1800.00
7月1日	1000.00	12.50	80	305	3812.50

注释：每股平均成本＝9.84 美元(3000/305)；

资产净值的平均值＝10.17 美元[(10.00＋8.00＋12.50)/3]

美元成本平均法成功运作的前提是股票价格以及投资者所选择基金的价格不断地上涨。幸运的是，这种情况恰恰是股市的长期趋势。把美元成本平均法应用于单个股票交易将在很大程度上面临一些股票价格不再回升的风险，特别是在那些发行企业破产倒闭的时候。与之相比，基金股票的购买者将不为此担忧，因为他们购买的实际上是高度分散的证券投资组合。从长期来看，只有极少数的基金会成为失败者。

在建立投资方案的时候，投资者需要考虑投资的频率是每月一次，还是每季一次，抑或半年一次，或者其他。投资间隔越短，投资者在市价走低时买进的计划就越大。另一方面，这也将增加投资记录的复杂程度，尤其是在投资者打算控制税收负担的时候。

事实上，许多投资者是在按美元成本平均法行事，而他们自己却没有意识到这一点。如果投资者每月向401(k)计划或每年向个人退休金帐户进行固定数量的投资，这就已经是在分散投资了。另外，投资者将股息用来购买更多的基金股票，尽管每次投资的现金并不相等，但也是在执行某种形式的美元成本平均法。

五、价值平均法

投资者不必严格地按照美元成本平均法进行投资。例如，为提

高投资收益。投资者可以在市价过低的时候增加投资的数量，在市价过高的时候减少甚至出售一部分投资。这种相对较新的投资方法被人们称为"价值平均法。"

价值平均法由哈佛大学的米歇尔·埃德勒森教授发明并推广。该方法要求投资者所持投资品的价值必须定期定额地增长。要做到这一点，投资者需要在市价下跌的时候投人更多的资金以抵消帐户内当时的损失，而在市价上涨以后要减少购进数量，甚至可以停止投资，即便是那些没有什么费用的股票。与美元成本平均法不同，价值平均法带有一套内在的卖出法则。此外，这种方法还能使投资者易于估计到未来某一特定日期，自己能拥有多少财富。例如，投资者要想在 10 年后得到 40000 美元，那么每季度就必须在资产帐户上大约增加 1000 美元。

价值平均法比美元成本平均法要求有更多的工作去做，而且使用起来也不像美元成本平均法那么容易，这是因为每期需要进行投资的现金数量也各不相同。虽然投资者可以在个人退休金帐户或类似的计划中使用这种投资方法，但它同样能够增加交易记录的复杂程度。

我们仍然继续沿用表 12-4 的假设，并假定投资者希望自己的投资帐户每季度增加 1000 美元，依价值平均法设计的投资方案如表 12-5 所示。价值平均法要考虑的是帐面价值，因而表 12-5 中各栏目的设置也不同于表 12-4。用帐面价值除以资产净值，便可得到每个交易日期应当持有的股票数量。而投资者需要买进或卖出的股票数量等于应当持有的股票数量减去目前持有的股票数量。例如，投资者在 4 月 1 日的目标帐面价值为 2000 美元，当日资产净值为 8 美元，因此需要持有 250 股(2000 美元/8 美元)。在此之前，该投资者已经持有 100 股，所以只要再购进 150 股即可。

表 12-5 价值平均法　　单位:美元

日期	帐面价值	资产净值	需要股数	买进(卖出)股数	增加(减少)投资
1月1日	1000.00	10.00	100	100	1000.00
4月1日	2000.00	8.00	250	150	1200.00
7月1日	3000.00	12.50	240	(10)	(125.00)

每股平均成本:

价值平均法=8.65美元[(1000+1200-125)/240]

美元成本平均法=9.84美元(见表12-4)

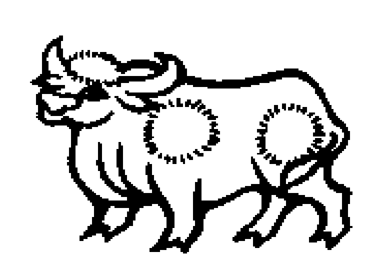
7月1日的交易结束以后,该投资者的平均成本变为8.65美元,低于美元成本平均法的9.84美元。可以说,基金的资产净值越不稳定,价值平均法的这种优势就越明显。此外,价值平均法还能够创造较高的综合年报酬率。无论是价值平均法还是美元成本平均法,都不时会给那些试图保持各种资产类型加权比重的投资者带来问题。假定投资者打算将自己对货币市场基金、债券基金和股票基金投资的比重分别保持在15%、25%和60%。采取上述这两种平均投资策略,投资者将会发现一段时间之后自己的投资结构发生了变化,从而不得不对其进行调整,重新求得平衡。这样处理,反过来又会干扰两种平均投资策略的实际效果。即使这个问题不严重,也应当引起投资者的注意。

平均投资策略的理论基础是避免在股票市场上一次投入过多。那些一次获得大量资金的投资者总感受到一种要使这些资金发挥作用的压力。一个比较好的主意是将大额的资金分为若干小额的资金,陆续地进行投资,特别是在购买那些不稳定性较高的股票基金的时候。如果投资者手中有50万美元,可以先投入货币市场基金或短期债券基金,然后每搁一段时间如6个月再将5万到10万美元投入股票基金。或者,也可以采用价值平均法,使帐面价值每半年增加10万美元。

当然，在这种情况下，投资的进展不能太慢，因为大笔资金放在货币市场基金的机会成本将会很高。例如，将1亿美元放在货币市场基金而每月只投资100美元的做法也不合逻辑。这里，投资者将面临持有现金过多的风险。在多头市场外坐视观望的危险是如此之高以至投资者决不能掉以轻心。

第十三章

市场时机选择



绝大多数的共同基金经理人使用的是基本分析。这意味着他们主要通过审查各个企业的财务、产品、产业、市场以及管理等因素来对其股票进行评价分析。

与之相反，进取性较强的市场时机选择者则将重点放在技术分析上面。他们首先观察的是以图表形式表现的股票价格变动趋势和成交量模式。他们不断地鉴别市场趋势并寻找支持这些趋势是继续还是停止的证据。只要现有趋势还在继续，这些人就不会放弃手中的头寸。但当他们察觉到市场即将有变化，特别是几个指标都这么显示的时候，就会果断地做出应变之举。

真正的技术分析者并不考虑基本数据的因素，而主要根据价格和成交量来进行判断，当然有时也用其他一些指标来辅助。这其中的一些技术分析方法对基本分析者也很有用处。

技术分析包含有五六十种分析指标，但不是每个人都能穷尽所有或者大多数指标。这些指标有：市场强弱势、收支平衡量、短期利率比率、卖出买进比率等等。

那些等待市场出现较大幅度涨跌的所谓"电信带观察者"，不断地检查测量像纽约股票交易所行情这样的行情指标。计算该指标是用最近上涨的股票数减去最近下跌的股票数。指标值为－40

表明下跌的股票数比上涨的股票数净多40种。这种信息对那些试图寻找最佳时点将资产转入或转出积极成长型基金或部门基金的基金投资者具有一定的价值。

尽管预测市场短期变化趋势的能力近乎于零,但是一些基本技术分析指标还是能够帮助投资者准确测定进出市场的最佳时点。

一、技术分析指标

成交量　股市每日的成交量反映着投资者实际参与交易的整体状况,它常常能够显示市场基本走势的力度。假定市场连续几周上涨,就会出现上涨日成交量过多、下跌日成交量过少的现象。在这个例子中,成交量能够稳定强烈的投资需求。相反,如果市场成交量大幅下跌,且价格小幅上涨时成交量也很少,这就预示着空头市场即将来临。

短期成交量指数是将下跌股票的平均成交量与上涨股票的平均成交量相除,该指标能够揭示是否针对上涨或下跌股票出现了庞大的交易活动,因而常为投资者所使用。投资者可以在《贝龙》中找到这项指标。

市场广度　投资者决不会仅仅因为市价指数节节攀高就断定这一上升趋势会完好无损地保持下去。从长远考虑,技术分析人员会将个股价格变化的趋势制成表格以进行分析。为此,几家报纸每天都刊登涨跌股票的各自数量。《贝龙》则每周出版这方面的信息。

那么这一指标究竟有什么含义?假定道·琼斯工商业股票以较小的交易量不断地升至新的最高价格点。技术分析人员可以每日或每周检查分析一次上涨与下跌股票数量的差距。此结果可以为分析价格回升的强度和持续时间提供依据。

假定一开始价格下跌股票的数量就超过价格上涨股票的数量，并且这种趋势一直在持续，如表13-1所示。将前两日的净上涨/下跌股票数相加，得腾落指数为－200。随后几日，这一指标值不断扩大，给人以明显的信息：多头市场正在丧失继续上涨的动力。这一案例说明道·琼斯指数的攀升是由相对较少的个股所致，而其余绝大多数股票都开始下跌了。

表13-1　市场广度分析

日期	上涨股票数	下跌股票数	净上涨/下跌股票数	腾落指数
星期一	900	800	100	100
星期二	700	1000	－300	－200
星期三	750	1150	－400	－600
星期四	550	1350	－800	－1100
星期五	400	1300	－900	－2300

注：腾落指数是净上涨/下跌股票数的累积总和。

市场广度分析同样也能用于预测空头市场的结束。这种分析方法的最大优势是能够揭示大多数股票正在朝哪一方向发展。

最新高价与低价　在市场广度之外，技术分析人员还考虑每日创造52周之内最高和最低价的股票数量。当市场逐渐接近波峰时，每日新创最高价的股票数量相应减少就表明市场继续上涨的动力已经不存在了。而在市场处于波谷时，每日新创最低价的股票数量开始下降则意味着股市最糟糕的时候已经过去了。

冲量　技术分析人员既研究个股的冲量，也研究整个市场的冲量。该指标指的是个股价格或共同基金资产净值变化以百分比形式表现的加速度或减速度。有些情况下，一些关注成长型股票的基金经理人寻找的是那些收益和价格均呈递增态势的企业。

假定我们计算股价指数每周变化的百分比。连续4周的结果是：＋3％，＋5％，＋8％和＋10％。对技术分析人员而言，这就预示

着多头市场的到来。类似的方法还可以应用于分析共同基金资产净值的变化，特别是不稳定性较强的积极成长型基金或部门基金。冲量指标最适合于在分析强势的、扩张有力的多头市场时使用。

移动平均数

在现实生活中，股价指数、个股价格和基金资产净值都在不断地变化。任何一个试图跟上这种变化的个人都有可能会矫枉过正。移动平均数能够描绘价格的短期波动情况，从而使投资者把握长期趋势，避免遭受巨大损失。移动平均数跨越的时期越长，它所描绘的趋势就越光滑。这就是说，200 天的移动平均数比 20 天的移动平均数更光滑。

移动平均数能够帮助投资者鉴别一家基金资产净值走势中的主要变化。此外，它也能与道·琼斯工业平均股指、标准普尔 500 种股指等一起用来推测市场的发展态势。计算移动平均数时，需要决定观测频率（例如，每天还是每月）和应包含的观测值数量。这些都是影响移动平均数敏感度的关键因素。

例如，计算一个 39 周的移动平均数就是将本周的资产净值与前 38 周的数值相加，然后除以 39。到下一周，再加上该周新的资产净值，减去第一周的数值，然后除以 39。按这种方法不断地重复计算，移动平均数也就在跨越各个时期的同时，不停地变化。

应当说这种计算既索然无味又十分复杂，尤其是在投资者调整股东权益的时候。例如，资产净值为 10 美元，投资者收到资本利得 1 美元，显然，基金资产净值相应地要降为 9 美元。在类似的案例中，技术分析人员必须不断地加上分配出去的权益以完成调整。

接着，就应该将实际价格与移动平均数相比较以确定买进和卖出的时点。表 13-2 是一个简单的演示。比较表中的资产净值与相应的移动平均数，从第 3 栏可看到，自第 5 周到第 9 周，移动平均数大于相应的资产净值。但是在第 10 周，基金的资产净值超过

移动平均数，第3栏中的二者之差变为正值。这表明基金的发展方向已由下跌趋势转化为上涨趋势。此时正是买进时点的信号。

表13-2　一个5周移动平均数　　　　单位：美元

日期	资产净值(1)	移动平均数(2)	二者之差(3)=(1)-(2)
第1周	12.00	—	—
第2周	12.75	—	—
第3周	12.25	—	—
第4周	11.00	—	—
第5周	10.25	11.65	-1.40
第6周	9.50	11.15	-1.65
第7周	8.30	10.26	-1.96
第8周	8.75	9.56	-0.81
第9周	9.10	9.18	-0.08
第10周	10.15	9.16	+0.99
第11周	11.50	9.56	+1.94
第12周	12.50	10.40	-2.10

注：移动平均数是将前4周的资产净值与本周的数值相加，然后除以5。如第5周，就是把12.00、12.75、12.25、11.00和10.25相加，再除以5。其后几周依次类推。

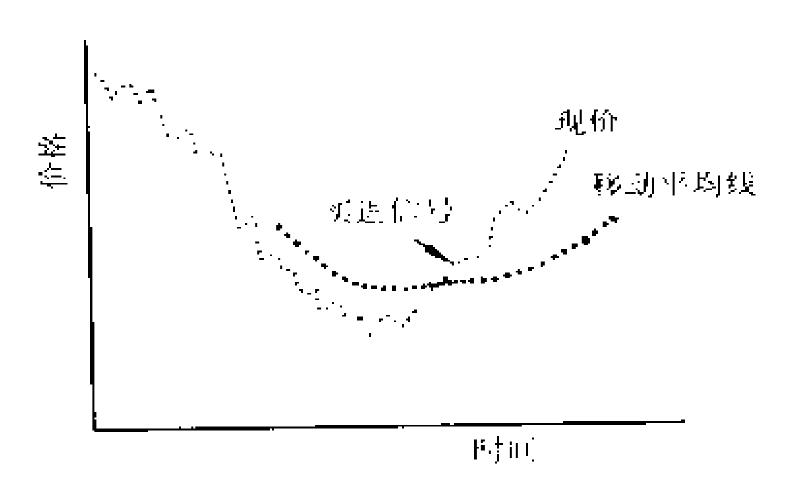
许多市场时机选择者遵循以下两个重要的交易法则：

1. 买进法则：在基金当前的资产净值升至移动平均线以上且该移动平均线走势向上时，买进基金股票。如图13-1所示。

2. 卖出法则：在基金当前的资产净值降至移动平均线以下且该移动平均线走势向下时，卖出或转换基金股票。如图13-1所示。

在上例中，计算5周的移动平均数并不现实。因为移动平均数跨越的时间越短，产生的不成熟信号就越多，而这种信号将使投资者在市场趋势还未成型的时候就买进或卖出基金股票。相反，移动

平均数跨越的时间越长，产生的信号就越少，而且比较滞后，这样就有可能使投资者在价格早已上升后买进，在价格早已下降后卖出。



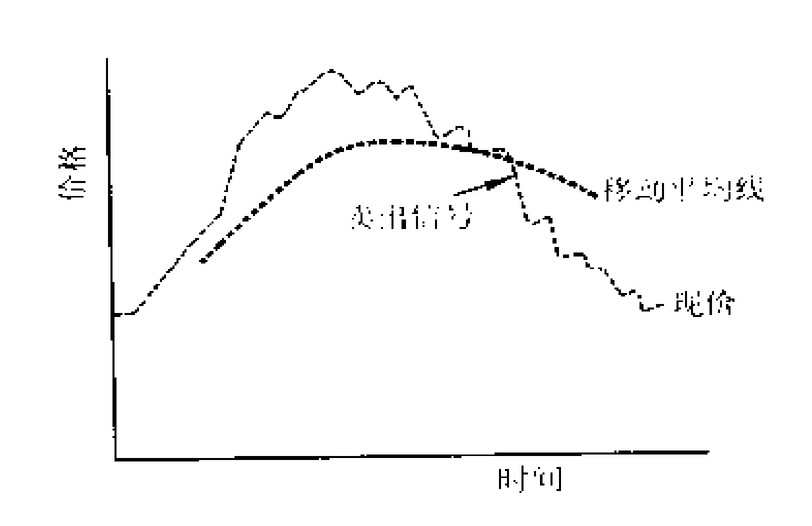


图 13-1　移动平均信号

在比较平缓、趋势不明显的市场，移动平均数常常会带来不少错误的信息。投资者将短期和长期移动平均数结合起来使用，可有效地解决这个问题。投资者可以在短期移动平均线高过或低于长期移动平均线时，寻找选择时机。后者常被用来分析市场趋势，而前者则被用来选择转换的时机。

移动平均数也可以有其他的用途。例如，一些分析人员可以通过指数化的加权移动平均数来判断近期的价格变化情况。虽然移动平均数能够单独使用，但若将其与其他技术和基本指标结合起来更有助于确定选择市场时机。

现金比率

共同基金的经理人总是要持有一些现金或者货币市场的信用工具。这样做的动机主要出于以下考虑：

1. 现金是应付基金投资者赎回要求的缓冲器。采取这种方式，经理人就不必再变现股票。那些预期基金股票赎回要大量增加的基金经理人常常希望建立一定的现金储备，尤其是他们预感市场要大幅下跌的时候。

2. 现金结余意味着来自股票出售所得的一部分收入尚未进行再投资。现金比例过高反映出基金经理人对市场的悲观态度，不愿意进行过多的投资。

3. 新股东增加过快以至于基金经理人难以应付如此之多的现金。也可能是股市太热了，基金经理人想等一等更好的买进机会。

投资公司协会(ICI)专门统计股票基金的综合流动资产比率。该指标也称为现金比率，是指股票基金每月所持现金的百分比率。投资公司协会从 1961 年开始使用这项指标，其数值大致在 3.9% 至 12.9% 之间变化。表 13-3 是 1961 年以后该比率每年的最高值和最低值。

最近几年的流动资产比率可以在诸如《贝龙》、《华尔街日报》、《投资者商业日报》等出版物上找到。比较每月的数字，可以发现基金经理人持有的现金头寸是否有较大的变化。流动资产比率的增加表明基金经理人对市场前景不乐观，因而正在积累现金储备；反之，该数值的降低则反映了基金经理人对市场的乐观态度。

表 13-3 股票基金流动资产比率　　单位:%

年份	最高值	最低值	年份	最高值	最低值
1961	5.9	4.4	1977	8.2	5.3
1962	7.1	5.2	1978	10.3	6.5
1963	6.4	4.9	1979	8.9	7.9
1964	5.8	4.4	1980	10.4	8.5
1965	5.8	4.9	1981	11.4	8.1
1966	9.8	5.5	1982	12.2	8.4
1967	7.9	5.2	1983	9.9	7.7
1968	9.4	6.2	1984	10.1	8.0
1969	9.5	7.4	1985	10.7	8.3
1970	10.3	6.6	1986	10.1	8.6
1971	6.3	4.0	1987	11.2	8.8
1972	5.5	3.9	1988	10.8	9.4
1973	8.0	4.6	1989	11.2	8.7
1974	11.8	8.0	1990	12.9	10.7
1975	9.7	6.8	1991	10.7	8.0
1976	6.0	4.5	1992	9.6	7.9

资料来源:投资公司协会

流动资产比率往往更多地是在一个或另一个极端上说明问题。如10.5%的流动资产比率说明共同基金持有的现金过多,应当将资产较多地转化为股票投资。这种被压制的购买力,尤其是在市场处于低谷的时候,应视为多头市场出现的强大动力。例如,1981年9月到1982年8月间的平均流动资产比率为10.8%。而在多头市场出现前夕的1982年6月,流动资产比率曾一度达到12.2%。

在另一个极端,处于4%到6%间的现金比率意味着投资头寸比较充分,能够追加的投资没有多少。

实际上,一些技术分析人员常常将共同基金的现金比率视为逆向投资指标。此理论认为共同基金的经理人整体上倾向于在市

场处于波峰时投资过多，在市场处于低谷时投资不足。照此理解，现金比率的状况实际上反映了基金经理人贫乏的市场时机选择能力。逆向投资理论要求投资者在各个市场时点上实施与基金经理人完全相反的投资。

然而，基金现金头寸的变化并不能够提供直接的启示。正如前面已经提到的，现金水平的变化可能由多种原因所致。流动资产比率除了受作为分母的总资产数量和作为分子的现金数量的影响外，也在很大程度上受市场状况的作用。譬如，在股价上涨的时候，基金所持股票的价值也随之上升；而在空头市场中，情况则恰恰相反。

这样，即使现金实际数量不变，现金比率也会经常变动。假定基金 A 的现金持有量为 12 美元，总资产为 100 美元，则流动资产比率就是 12%。假设目前股票升值，基金总资产变为 125 美元，现金持有量仍为 12 美元，流动资产比率就会由 12%降至 9.6%。

此外，投资公司协会还提供了与现金比率一道用以分析决定投资走向的其他月度指标。这主要包括基金股票的总销售量和赎回量以及基金对普通股票的总买进量和卖出量。在多头市场的上升阶段，投资者常常竭力大量买进股票基金的股份；而在市场低谷时，又常常要求赎回这些股份。

1 月效应

股票市场经常表现出一些异常的季节性现象。其中最引人注目的是“1 月效应。”有关学术研究表明：每年的 1 月份，股价，特别是那些规模较小、平时换手率较低的小企业股票的价格，表现出显著的上升趋势。这一变化出现在上一年 12 月底，在新年的 1 月大致持续一周或一周以上。事实上，小企业股票全年投资回报的很大一部分经常在来年的 1 月分配。随着越来越多的投资者开始了解这一现象，很难说它将来是否会像过去那样频繁地出现。

这种“1月效应”的成因是什么呢？一种解释是人们处于避税的考虑，常常在12月卖掉那些业绩不佳的股票。这主要是一些交易稀疏、境况困难的企业股票。转过年来，当竞售的压力逐渐消退的时候，投资者又开始按前一段倾销的低价大肆抢购。在这种情况下，买者中的主力就是小企业基金的经理人。

那么，这种季节性效应对单个投资者有什么样的影响呢？特别是在单个投资者打算在当年12月而不是来年1月购进某家小企业基金的股票的时候。问题的关键在于投资者必须要对由基金在年底之前分配资本利得所造成的潜在税负陷阱有清醒的认识。如果该基金属于个人退休金帐户或能以资本损失抵消资本利得，则不会存在什么风险。否则的话，最好与基金公司联系以了解什么时候公布分红方案。与基金分红方案公布日后相隔一个交易日的除权日或稍后几日是投资者买进的好时机。

二、市场时机选择服务

任何进取型投资者都希望得到有关共同基金投资时机选择的服务。许多提供这项服务的机构都使用技术分析指标、大都是移动平均数。但是各机构都有不同的侧重点。

一个优秀的市场时机选择者提供的指导对最繁忙的投资者都有用。无疑，投资者要为此而耗费钱财，所以最好选择那些具有成功的执业记录且提供信息清晰无误的机构。《哈尔伯特金融文摘》的马克·哈尔伯特跟踪整理有关140种股票和基金的业务通信，其中就包含着许多这方面的服务。在哈尔伯特的跟踪对象中，有1/3针对共同基金。在大多数情况下，这些咨询机构还提供热线服务以使客户及时了解发生的最新市场动态。

评价市场时机选择服务机构的因素主要有：

1. 执业时间有多久？这种机构的从业时间越长，成功的可能

性就越大。

2. 执业业绩如何？也即投资者获得的服务是否物有所值。

3. 订阅客户有多少？有些机构可能不愿提供这方面的资料，但是客户越多的机构往往判断正确的可能性就越大。

4. 从业人员有什么样的背景？

5. 提供的有关基金股票买卖转换的建议是否清晰直接？是否提供自己正急需的信息。不要选择令自己费解的业务通信。

三、市场时机选择的风险

下面是我们对市场时机选择者的忠告：

基金股票买卖转换的动作不宜过大。决不要游离股票太远。多头市场的一面倒恰恰是股市的诱人之处，但这种上涨方式确属罕见而且也极难预测。丧失一次绝好的股价攀升机会所致的风险万万不能被忽视。

我们所说的游离股票是指什么呢？由于投资者具有不同的风险承受力、现金需求和其他影响股票持有的特征值，因此很难有一个一般的结论。一些人希望将对股票或股票基金的投资保持在50%，另一些希望保持在25%，还有的人则是80%。

钱迪和里查斯坦两位教授建立了一个新的投资组合调整模型。在这个模型中，投资者依据对市场前景的判断，要么全部是股票投资，要么全部是现金持有。

这两位教授强调在股票市场的历史上，股指大幅度上升所持续的时间并没有多久，因而投资者不应错过一次上涨的机会。那些在股市一面倒地上涨时等待观望的投资者，最后的投资回报有可能显著地低于市场的整体平均水平。例如，钱迪和里查斯坦曾经计算出，如果采取买进持有策略，从1926年到1987年间标准普尔500种股票的年度报酬率为9.4%。但如果投资者在这段时期里势

头最猛的50个月中没有任何行动的话，最终的报酬率恰好是零。由于预测市场的短期变化方向极其困难，所以在现金和股票之间进行彻底的转换要冒很大的风险。

钱迪和里查斯坦还提出了一种基于综合股息收益率变化情况的市场时机选择方式。总的来说，就是在市场收益率较高的时候，增加对股票的投资；在市场收益率下降的时候，减少对股票的投资（作者有关利用市场收益率进行市场时机选择的阐述，详见第十二章）。一家基金，如果平时的股票投资率为50%，则该率的变化大致会局限在35%到65%之间。这样，投资者既能避免操作过度，又能减弱丧失股价急剧上涨的风险。

四、基金如何选择市场时机

投资者常希望基金保持充足的头寸以使自己能够决定何时向股票、现金或其他类型资产转化，或者希望基金为自己做时机测定。一些基金经理人是进取性很强的时机选择者。实际上，他们即使是在稳定地保持各种投资产品头寸的情况下，也要进行大量的时机选择。密切关注周围环境的变化并相应改变调整投资结构，是他们工作的一部分。基金经理人通过以下几种方式选择市场的时机：

1. 转换现金头寸。投资者可以定期对比基金的现金头寸以观察其经理人选择时机的程度。如果现金及现金等值物的比例在5%至30%间变化，则表明基金经理人并没有保持充分的投资。当然，投资者也可以通过与基金股东交易代表联系或阅读基金招股说明书来掌握其投资理念。另外，还可以比较不同的基金在给定时点的现金头寸状况，或者与其他相近类型的基金进行比较。

2. 价值投资。价值投资者经常寻找那些根据收益、现金收入或帐面价值等指标衡量比较便宜的股票。一个经理人可能发现只

需50美分就能获得1美元价值的企业股票。这是一种间接的时机选择方式，因为对单个企业股票的估价实际上是在支配着整个市场的价格走势。价值投资者倾向于在市场处于波谷时持有过多的股票，在市场处于波峰时持有大量的现金。

3. 利用期货或期权套期保值。预期股价将大幅下跌的基金经理人多使用期货或期权。通常，他们只是将一部分而不是全部投资进行套期保值。然而，期货或期权是增加基金现金头寸的一个有效替代物。

4. 部门转换。这意味着基金经理人根据对经济前景的判断，进入或退出某个产业的股票版块。例如，在股价下跌趋势逐渐明显时，经理人可能会低估周期性产业如汽车等版块的股票，转而青睐防御性或抵抗暴跌能力更强的产业如制药或食品等版块的股票。经理人在各部门间转换投资主要依据自己对这些部门增长潜力的判断以及对其当前价值的估计来进行。

5. 地区转换。全球基金和国际基金的经理人经常将资金投入或撤出特定的国家。他们看重那些能够为其带来可观增值的国家和地区，低估那些投资产品过于昂贵的地方。

五、市场时机选择的原则

如果投资者打算遵循某种类型的时机选择方式，最好的办法是找一家基金，由它的经理人代为效劳。至少，这是一条简便、省时、节约的途径。但如果想亲身实践，则需要注意以下告诫：

1. 不要期望做一名完美的时机选择者。这是根本不可能的。我们甚至都不能就股票或债券市场的变化做一个准确的连续性短期预测。

2. 避免转换过度。那样做并不会带来财富。它只能带来麻烦，使投资记录变得更加复杂，增加税负和交易费用。

3. 避免调整过度，要适当掌握调整的力度。例如，投资者可能会将自己对股票投资的目标比例定为60%，在察觉市场趋热时将其调整至75%，在感到股价要下跌时将其调整至45%。如果照此处理，当不会铸成什么大错。同样，投资者对调整过度的基金经理人也要持谨慎的态度。

4. 考虑使用美元成本平均法这种操作简便、值得信赖的投资策略。如果打算付出一些额外的精力，价值平均法还能取得更好的效果。这两种方案若实施较长一段时间并结合以运作良好的基金将能发挥出最好的作用。

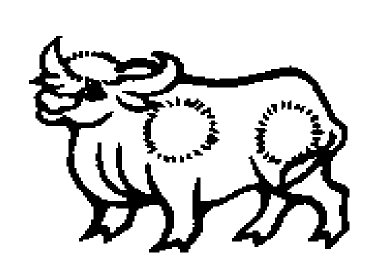
5. 不要把大量的时间用于分析一系列的市场指标。金融世界是如此复杂和令人困惑以至于即使是专家也不例外。掌握几个基本的指标，譬如，价格收益比率、股息收益率、市场指数的水平及趋势、成交量及变动幅度、共同基金所持现金头寸以及收益曲线的形状和水平等，就足以应付了。

6. 观察何时恐惧或贪婪占据支配地位。这些时候多是逆向投资者的机会。但要记住的是价格偏高有时能持续较长一段时间。

7. 不要过分关注本国的股票和股票基金。极佳的市场时点经常能在世界上不同地区发现。如果某地区的市场价格过于昂贵的话，其他地区的市场价格未必同样昂贵。

8. 查明所在基金经理人进行市场时机选择的情况。可能实际情况远比自己想象的要多。一些基金经理人随产业环境变化转入其他部门，而其他人则将投资转化为现金或者通过股指期货或期权进行套期保值。经理人做的越多，投资者需要干的就越少。

第十四章



退 休 金 计 划

随着经济的发展，人们的寿命越来越长，退休也越来越早。这使得对退休后生活的筹划比以往更加重要。共同基金以其内在固有的投资分散性、机动灵活和高效服务成为一项出色的退休金投资工具。实际上，目前个人退休金帐户中至少25%的部分是以共同基金的形式存在，而自雇者退休金计划（或者叫基奥计划）投向共同基金的比例更高。

很有可能，将来投向共同基金的退休金数量会继续增长。

一、退休金计划概览

退休金计划主要由两部分组成：工作期间的储蓄或投资，退休以后对个人财产的精心管理。与我们平常的认识恰恰相反的是，在个人退休的时候，个人退休金的计划和管理并没有结束。

在退休以后，人们通常要求退休津贴达到就业时收入的60%～80%以保证一定的生活水平。当然，退休后较之支出，收入有所结余要比有所不足强得多。

大多数人通过以下方式筹集自己的退休金：

1. 企业养老金计划；

2. 社会保障；

3. 个人储蓄以及向各种递延纳税的退休金计划的自愿缴付。

企业应当通知自己的雇员他们能够从企业养老金计划得到多少月收入。要估计自己能从美国政府那里得到多少津贴，可以拨打美国社会保障署的免费电话 1-800-772-1213。索取个人收入及津贴概算报告还需自己填写后返还的 7004 报表。

企业养老金计划以及美国政府的社会保障并不能保障舒适的退休生活。它们需要个人储蓄或参加递延纳税退休金计划相辅助。因此，个人在设计进取性投资计划时应当充分估计这一不足。表 14-1 是 4 种常见的自愿退休金计划。

表 14-1 自愿退休金计划

个人退休金帐户

该计划适用于所有 70.5 岁以下的薪金领取者。个人可以缴纳自己全部的薪金收入，但每年不得超过 2000 美元（夫妻双方均是薪金领取者，每年合计不得超过 4000 美元）。如果配偶中有一方没有薪金收入，每年合计不得超过 2250 美元。那些经调整后总收入不到 25000 美元（夫妻双方合计不到 40000 美元）或者没有被企业养老金计划覆盖的个人对个人退休金帐户的缴费可以在税前全额扣除。从个人退休金帐户获取的收益可以递延纳税。个人在 59.5 岁到 70.5 岁之间方可开始提款。除非是残疾人，否者在 59.5 岁之前提前提款要遭受一定的罚款。

基奥计划

该计划适用于符合条件的自雇者。如果个人有自雇收人，即使参加了企业养老金计划，也可以参加基奥计划。缴费额不得超过 30000 美元或收入的 25%。基奥计划可以与个人退休金帐户结合起来运用。

401(k)计划

一种适用于雇主的非常盛行的薪金削减计划。这项计划的缴费上限常常随通货膨胀情况的变化而变动。例如，1992 年的上限是 8728 美元。许多雇主常为其雇员缴费。

403(b)计划

一种适用于某些慈善组织和公共教育系统雇员的薪金削减计划。

首先，应当估计退休后头一年每月的总支出。然后预测从养老金计划和社会保障署那里每年能得到多少收入。

其次，计算在上述收入来源之外自己需要在退休之前储蓄多少财产。在这方面，共同基金公司可以提供帮助。例如，特·罗华价格基金公司就向投资者提供一份综合退休金计划工作表。

最好的退休金计划能赋予投资者个人充足的机会以进行数量巨大、可在税前扣减的缴费，从而减少应税收入和应税税额。在提款之前，个人在这些计划中的财产可以在递延纳税的情况下不断地增值。

二、如何管理自己的退休金

毋庸置疑，个人在退休期间的生活状况主要取决于自己积累的财产数量。这也正是个人选择灵活机动、效益可观的投资计划的原因所在。以下是有关退休金筹集的一些建议。

1. 根据所处环境，选择相应的递延纳税退休金计划。

2. 越早准备越好。年轻人应当及早为将来的退休生活做准备，即使每年只有几百美元的收入。那些忽视为退休金进行投资的个人应尽早开始着手实施。

3. 将税收对一次性缴费的影响降至最低限度。个人从企业养老金计划和利润分配计划得到的一次性款项应转入一个个人退休金帐户以保证递延纳税的收益。共同基金以其较低的费用和转换优先权成为对这些款项转换者颇具吸引力的投资工具。

4. 密切关注通货膨胀状况。尽可能多地向股票基金投资以保持一定的购买力。同时，尽可能通过小企业股票基金和国际股票基金以利用较为可观的长期业绩。

5. 避免高风险投资。投机是丧失财产的最为快捷的途径。共同基金较之一些个股能给退休金计划提供更多的安全性和可靠性。

三、递延纳税的作用

递延纳税是决定财富长期积累的关键因素。只有尽可能剔除税收的影响，退休金才能积累得更快。表14-2中列出的几种退休金计划显示了递延纳税的作用。

假定某投资者每年可从股票基金得到10%的收益。如果向递延纳税的退休金计划缴纳2000美元，则这2000美元将全部发挥作用。表14-2是不同缴费期内每年2000美元投资的预期价值。

表14-2　每年税前2000美元缴费的预期价值

缴费期(年数)	递延纳税 退休金帐户	非递延纳税 退休金帐户	应税资产帐户
5	13431	8596	7739
10	35062	22440	18292
15	69899	44736	32683
25	216364	138473	79069
40	973704	623170	233190

注：每年年初进行缴费，税前年收益率为10%。在应税资产帐户，无论是所缴的费用还是缴费的收益都要按36%的复合利率纳税。在非递延纳税退休金帐户，只有所缴的费用才需纳税。因此，每年税后的实际缴费为1280美元。

相反，在非递延纳税退休金帐户或应税资产帐户，个人首先应就2000美元的收入纳税，剩余部分方可用于投资。假设联邦税与州税的复合税率为36%，2000美元中有720美元是应向政府缴纳的税款，实际投资的金额是1280美元。此外，每年的收益也要剔除税收的成分，在36%的税率下，税后收益率实为6.4%。

如果个人参加的是非递延纳税退休金计划，应就缴费的收入纳税，但是每年的增值部分不必纳税。表14-2表明非递延纳税退休金帐户的结果并不差。

如果 40 年后该投资者退休时，他从递延纳税退休金帐户能够提取 973704 美元，并按 36%的税率纳税，但此人仍能得到 623171 美元（正好等于从非递延纳税退休金帐户得到的款项）。这笔财产大大高于应税资产帐户的 233190 美元。

从税务筹划的角度来看，最好的办法是将每年的支出变为每年的增值，也即退休日至提款日这段时间越长越好。个人最好达到 70.5 岁时再从个人退休金帐户提款。但是，如果等待的时间越长，财产能够保持免税的时间就越长。

四、及早行动的好处

假定莫尼卡是一名有远见的 22 岁大学毕业生，她打算在 40 年后自己退休时至少拥有 100 万美元。如果每年的通货膨胀率是 4%，莫尼卡计算出 40 年后 100 万美元的购买力大致相当于今天的 208000 美元。那么，在递延纳税的情况下，莫尼卡每年的缴费应是多少？

答案取决于两个变量：加入个人退休金帐户至退休这一阶段的时间长度和每年缴费的复合年报酬率。假设每年的复合报酬率是 10%，投资的时间跨度在 10 年到 40 年之间，相应的结果见表 14-3。

表 14-3　积累 100 万美元所需的缴费数量　　单位：美元

缴费期（年数）	每年的缴费额	总缴费额
10	2054	82160
30	5527	165810
25	9244	231100
20	15872	317440
15	28613	429195
10	57041	570410

注：假定每年年初进行缴费，税前复合年报酬率为 10%。

在40年中，莫尼卡共需缴纳82160美元(2054×40)。将此金额从所积累的100万美元中减去，所得结果表明莫尼卡的投资收益是917840美元。换言之，100万美元的92%来自投资收益。莫尼卡缴费的时间越晚，这一比例就越低。如果莫尼卡在退休前10年才开始缴费，则100万美元中有57%来自自己的缴费，收益部分只占到43%。

时间的作用如此可观，以至年轻人在向递延纳税退休金帐户投资几年之后，还可以停下来，让其自行增值。如果时间充足，这一投资将带来可观的结果。而起步较晚的个人则需在更长的时间内缴纳更多的费用以积累相同的资产。

假定某个25岁的年轻人连续10年在每年年初向退休金计划投资2000美元，然后停止，让这笔钱自行增值30年。如果每年的复合报酬率是10%，最终的价值将是611817美元。要得到相同的价值，一名45岁的个人需要连续20年每年投资9711美元，几乎是前述年轻人年投资额的5倍，投资期的2倍。

当然，如果投资者年纪较大，也不必为此烦恼。虽然不能使时光倒转，但仍能有机会依靠自己的缴费获得一笔可观的资产。人类寿命的预期已经显著提高，良好的股票基金能够在退休前和退休后提供诱人的增值潜力。那种认为到65岁时就应将款项全部提出的观点是极其荒唐的。实际上，投资者可以将其中的一部分再投资5年、10年甚至20年。

五、退休金的投资

投资公司协会跟踪研究个人退休金帐户中资金的走向。根据该协会有关共同基金资产分类的最新报告，个人退休金帐户对共同基金的投资中有50%左右是投在各种类型的股票基金，包括积极成长型、成长型和成长收入型基金。

在投资公司协会股票基金的报告中，股票基金能受个人退休金帐户如此青睐是件好事情。主要的原因是人们意识到股票基金能使自己的退休金免受通货膨胀的吞噬。简言之，就是股票基金能比固定收入型基金带来更多的总报酬率。

我们以威廉为例。威廉，30岁，自雇型作家，打算从现在开始为将来的退休积攒财产。他估计成长型股票基金的年报酬率是10%，而保守型债券基金只有6%。威廉计划在65岁时退休，并准备在剩下的35年工作期中每年向基奥计划投资4000美元。现在的问题是威廉的这些投资能够积累起多少购买力？

首先，威廉需要将名义报酬率与实际报酬率区分清楚。名义报酬率仅仅是观察到的报酬率，如股票基金的10%。实际报酬率则是扣除了通货膨胀因素后的报酬率，衡量的是购买力的增长水平。将名义报酬率减去预期通货膨胀率就是实际报酬率。如果每年的通货膨胀率是4%，上述股票基金和债券基金的实际报酬率分别就是6%（10%－4%）和2%（6%－4%）。

假定威廉在每年年初进行投资，则上述股票基金和债券基金的名义和实际预期价值如下所示：

	名义预期价值	实际预期价值
股票基金	472483	203977
债券基金	1192507	472483

比较剔除通货膨胀影响的实际预期价值后，为保证和扩大实际购买力所选择报酬率较高的股票基金的必要性更加明显。

尽管股票基金的不稳定性高于债券基金，但是正如我们前面提到的，长期投资者可从投资的时间分散性上受益。那些计划及早准备退休金的年轻人，根本无须为这些不稳定性而担忧。他们只需关注股价的长期上涨趋势即可，运用美元成本平均法在基金资产净值下降时购买较多的基金股票，在其上涨时购买较少的基金股票。从这个角度来看，空头市场对长期的退休金投资者更有利。

许多股票基金能为年轻的退休金投资者提供可靠的收益保障，包括小企业基金、国际基金、成长型基金以及成长收入型基金。指数基金因其适度的费用和较低的周转率也对退休金投资者极具吸引力。如前面第六章所讲到的，目前有各种各样的指数基金可供投资者选择，包括大企业基金、小企业基金和国际基金。

随着人们年龄的增加，他们逐渐开始倾向于注重收入而较少关注股票基金。然而，即使是退休以后，远离股票基金也不是明智之举，因为债券基金并不能很好地对付高通货膨胀。现在，65 岁退休的人能够很容易再活 20 年或 30 年。那些较早停止向退休金帐户缴费的个人担心通货膨胀的时间会更长。股票基金可以为这部分人提供套期保值的机会。为此，一种方式是定期赎回一部分基金股票以满足对收入的需求，而不是为了每月的收入而将投资重点转向债券基金。

总之，仅仅依靠固定收入型基金很难应付各种可能出现的问题。退休金投资者既需要持有一些债券基金以维持一定的收入来源和稳定性，也需要持有股票基金以保证足够的增长潜力。

六、退休金投资的转换

我们已讨论过递延纳税的价值。如果某人想充分维护这种税收优势，那么在从企业养老金计划中一次性提取大量款项时，就需十分地小心谨慎。

这种一次性的大量给付款项有多种产生原因，包括退休、工作转换、临时解雇、伤残等等。在某些情况下，个人在收到未曾意料到的大额款项时，往往会手足无措。通常个人每年向个人退休金帐户的缴费不得超过 2000 美元。因此，建立一笔可观的资金需要足够的时间。但是，个人可以将自己从企业养老金计划中得到的 20000 美元、30000 美元甚至更多的款项一次转入个人退休金帐户。

大多数情况下，人们得到这种一次性款项后，只是按章纳税，并没有采取其他措施。但是，由于能够继续享受递延纳税的好处，因而将这笔款项转入个人退休金帐户就是一种较好的选择。此外，通过这种方式，这笔款项投入自己属意的基金，个人还能获得更多的资产控制权。如果尚不能拿定主意，不妨先存入货币市场基金，然后再行定夺。

国内税务局规定从企业养老金计划[包括 401(k)计划和 403(b)计划]提取的款项，除非直接转入个人退休金帐户或新的企业养老金计划，都要由企业代扣 20%的联邦税。直接转移意味着个人不能接手这笔款项。需要明确的是，目前 20%的代扣联邦税也适用于按国内税务局规定可由个人暂时支配、应在 60 天内转入个人退休金帐户的款项。无疑，这会使事情变得更加复杂。为简化起见、避免被企业代扣 20%的联邦税(59.5 岁以下提前支取还要付出 10%的罚款)，最好直接转移款项。从符合条件的企业养老金计划转入个人退休金计划的款项不在应税资产之列。

假定投资者决定不再对某基金族抱有希望，打算将自己在个人退休金帐户的资金转至另一基金族。在这种情况下，既可以采用个人退休金帐户转移方式，也可以运用个人退休金帐户滚转方式(即先收到给付款项，然后再进行投资)。上述 20%的代扣联邦税不适用于个人退休金帐户之间的款项转移。但是，国内税务局允许每一个个人退休金帐户在每 12 个月当中只能发生一次 60 天的滚转。相反，对个人退休金帐户转移方式，则没有针对转移次数的 12 个月限制。投资者要想更多地了解个人退休金帐户转移或滚转这两种方式，可以咨询自己的税务顾问或基金公司。

七、结论

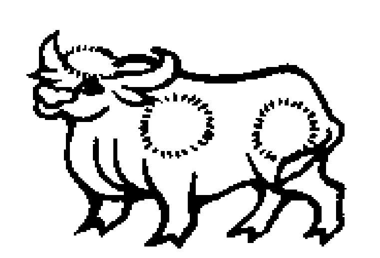
危害人们积攒退休金的两大不利因素是税收和通货膨胀。递

延纳税的帐户和普通股票基金是最好的对付手段。虽然税法在不断地调整，但是这种享受税收优惠的退休金计划的本金并不会因此而改变。总之，使税收影响退休金的程度降至越低越好。

最后，不要将过多的资金投入退休金计划。即使是有税收优惠，保持一定的资产流动性也是相当重要的。投资者在任何时候都可以从个人退休金帐户中提取款项，但是在59.5岁之前要面临10%的罚款，除非此时自己已经残疾。当然，如果投资者使用递延纳税的时间已经很长，这种罚款的影响会逐渐减少。

第十五章

变动年金



前面几章我们探讨了通过传统的退休金计划进行避税性投资。另外还有一种投资方式可供投资者选择，这就是变动年金。所谓"变动"指的是投资回报率像普通共同基金那样频繁波动和变化。

自《1986年的税改法案》取消了其他避税途径，包括严格限制个人合伙制企业的设立，变动年金越来越受投资者的欢迎。变动年金最典型的顾客包括退休金导向型的长期投资者，这些人已向符合条件的退休金计划比如个人退休金帐户最大限度地缴费，并且希望获得向市政债券转换的变通办法。

虽然变动年金投资不能在税前扣减，但它像个人退休金帐户或其他符合条件的退休金计划一样可以递延纳税。从这个角度看，变动年金类似于税前不可扣减免的个人退休金帐户。与其他长期储蓄工具一样，投资者加入变动年金越早，得到的复利也就越多。

变动年金同样能向投资者提供内在的投资分散性和专业化管理。简言之，变动年金就是规定有死亡抚恤金的共同基金。此外，这种投资的收益和利得还可以延期纳税。需要明确的是变动年金不同于变动人寿保险

大多数主流共同基金族都经营变动年金业务，其中包括：费德

坦提、富兰克林、马萨诸塞金融、迈瑞尔·林奇、普特那姆、斯库德、范加德等基金公司。尽管变动年金的数量不能与中期或长期共同基金相比，但是投资者大致也能有一个选择比较的范围。投资者可以选择一项或几项变动年金，也可以根据自己的意志以较低的成本转移投资。

一、年金合同的基本条款

一项年金实际上就是投资者个人与提供未来收益的人寿保险公司之间的合同。表 15-1 列出年金合同条款的几种主要选择项，本章末尾的表 15-2 是有关年金合同条款专业术语的释义。

表 15-1　年金合同条款的几种主要选择项

保费缴付方式	保险金支付时间
·一次缴付	·即期支付
·定期缴付	·延期支付
投资回报率	保险金支付方式
·固定	·一次付清
·变动	·定期支付
	·终身支付
	·带有一定期限的终身支付
	·连带支付直至最后一名遗族

一项年金由以下三方组成：

1. 合同所有人。即有权选择合同所有条款的人。

2. 年金收领人。即保险金支付期间的保险金领取人，常常就是合同所有人。

3. 年金受益人。即在年金收领人去世以后，有权领取年金剩余收益的个人。

相应地，年金可以分为两种基本类型：固定年金和变动年金。

固定年金的存在历史早于变动年金。通过这种保障性较高的合同，合同所有人能够锁定未来一年或更长时间的利率。在合同期结束时，承保公司确定的新利率明显高于自己必须支付的利率水平。与债券或债券基金一样，固定年金也无法令人满意地对付通货膨胀，这样就不可避免要使投资者承担购买力风险。

投资者对固定年金的投资通常存放于保险公司的总帐户。这意味着保险公司的债权人在企业面临财政危机时可以控制这部分资产。因此，打算加入固定年金的投资者需要认真检查保险公司的财政状况。

变动年金不像固定年金那样可以锁定利率。实际上，投资者常常是从几组投资组合中选择与自己风险承受能力相适的一组。在变动年金中，投资风险由保险公司转移至年金合同所有人，但这使后者获得比固定年金更高的投资回报率。投资者对变动年金的投资存放于保险公司单独设立的帐户，与保险公司的一般债权债务关系区分开来。这意味着投资者不必顾虑保险公司的财政状况。由于投资者能够在不同投资组合之间转移资产，因而变动年金有时也被称为自我导向年金。

年金阶段

年金的整个存续时间可以划分为两个阶段：

1. 资产积累阶段。投资者可以通过一次缴付或定期缴付保费来加入年金。年金的积累单位类似于共同基金股票。年金的积累单位价值类似于共同基金的资产净值。不同的是，变动年金并不向投资者支付收益和资本利得，所以年金的积累单位价值在一段时期以后会有可观的增长。

在年金的积累阶段，积存的收入和资本利得可以像表 14-1 中非递延纳税退休金帐户那样延迟纳税。通过变动年金，投资者可以建立一个自动的美元成本平均法投资计划。例如，投资者可以用自

已分配到货币市场基金帐户的资金，定期将等额的现金投入一家积极成长型基金。

正如前面所述，年金规定有死亡抚恤金，这可以确保年金受益人在积累阶段免遭任何市场损失。如果年金收领人在支付期开始之前已经死亡，受益人可以领取帐户的全部缴费（扣除已经提取的款项），也可以领取帐户的现金退保金，当然主要决定于二者金额的大小。

有些变动年金还实行累进制死亡抚恤金，这种办法能够每五年一次提高向年金受益人的支付数量。而一旦开始领取年金，自然也就失去了这一下限。通过加入年金，投资者就可以建立一个定期获取支付的收入计划。

死亡抚恤金并不是投资者选择变动年金的一个重要原因。变动年金可以为那些担心在购买年金前几年出现财富贬值的投资者提供一个较为稳定的安全保障。

2. 年金支付、分配或年金化阶段。在年金合同中，保险公司承诺：在限定的时间里，向年金领取人或指定受益人支付一系列由本金和收益构成的款项。除去一次付清外，常见的支付方式还有：

• 定期支付。每月支付一次，支付期限大致在 8 到 30 年之间。

• 终身支付。即年金领取人能存活多久，年金就支付多久。

• 带有一定期限的终身支付。在这种支付方式下，支付会在指定的期限内继续进行，即使此时年金领取人已经死亡。假如这一期限是 180 个月，而年金领取人在 90 个月以后就已经死亡，则遗留未支付款项的价值将由受益人继承。

• 连带支付直至最后一名遗族。这种方式指支付将持续到最后一名遗族死亡为止。夫妻双方常选择这种支付方式。

一般的人寿保险可以保障投保人避免过早死亡。与此不同，变动年金的终身支付方式可以确保年金领取人（还包括连带领取人，如果领取人指定了的话）免遭寿命过长以至退休金不足的危险。需

要注明的是，如果投资者选择终身支付方式，保险公司要对该人的寿命预期作较长的估计。这种较长的估计会延长保险公司的支付期，因而将导致每月较小的支付数量。

那么，年金是如何运作的呢？以下是一个简单的说明。

例如，假定海伦，一名 65 岁的退休者，已经积累了 50 万美元。她打算把这笔钱转入一家年金以在余后 15 年之内每月获得稳定的支付。海伦决定购买年固定回报率为 6%的年金。这样，海伦每月将收到多少支付款项？经计算可知，她每月可得到 4219.28 美元。海伦初始的 50 万美元将提供 180 个月总计 75.947 万美元的支付金额。每次支付的一部分是本金，其余则是应税利息。

就个人退休金帐户而言，如果个人在 59.5 岁以前提取款项，将遭受针对积累收益 10%的惩罚性税收。如果提取者是残疾人或已经死亡，此税将不再征收。如果个人在 59.5 岁或 59.5 岁以上，就将得到一次付清或定期支付的款项。如果投资者选择将收入覆盖整个预期寿命的话，就可以在较年轻的时候开始年金化而不必缴纳任何惩罚性税款。

当支付开始的时候，年金领取人需就其中的收益部分纳税。或者，领取人也可以直至 85 岁时领取第一笔支付以使其延迟纳税。

延期年金——常常用作退休金的储蓄工具——的支付直到未来某个时日才开始进行。而对即期年金，投资者只要一付清保险费，就可以领取支付的款项。可见，即期年金没有积累期。某些退休者经常购买即期年金。而在退休的时候，延期年金也可以转为即期年金。

变动年金支付的款项金额既可以是固定的，也可以是变动的。在后一种方式下，支付的数量取决于变动年金的投资业绩。

具体而言，每月领取的支付款项主要决定于以下 4 个因素：

• 投资的总数量。

• 积累期的长短。

· 扣除各项费用后的投资业绩状况。

· 如果选择终身支付方式，保险公司对寿命预期的估计。

在变动年金中，投资者既可以收取一次付清的支付款项，也可以将其转入一家固定年金。

二、分帐户

从技术上讲，变动年金的投资者并没有取得共同基金的直接所有者地位。他们只不过是在发起年金的保险公司那里得到了一个变动年金分帐户，这些作为年金发起人的保险公司才是共同基金的法律所有人。简单地说，这种制度安排有助于投资者获取递延纳税的好处。

分帐户，简单地说，就是一个单独（或变动）总括帐户的一项分支。换言之，分帐户就是用以进行单个个人组合投资的帐户。例如，如果基金族 A 拥有 6 个分帐户，而其经营范围内有 6 家共同基金。图 15-1 是这种业务关系的图示。用资产总量来衡量可知，分帐户明显小于同类可比的共同基金。

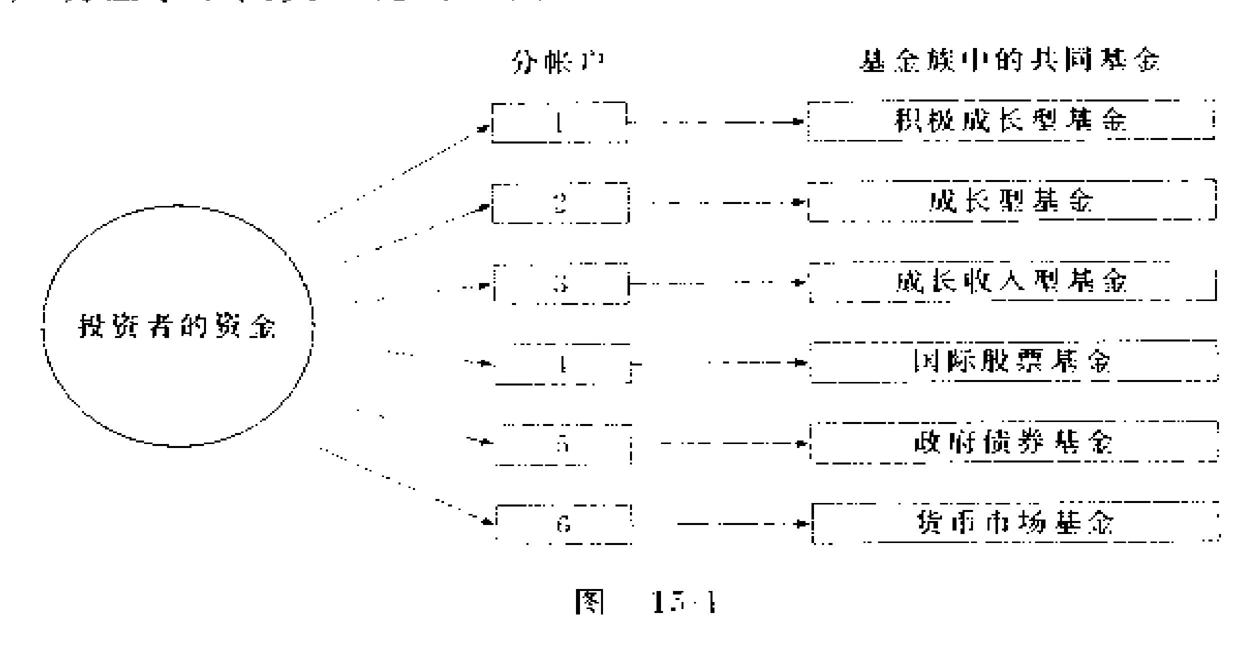


图 15-1

保险公司设立分帐户，并使之与总帐户隔绝开来。如前所述，如果保险公司遇到财政问题时，债权人不能染指分帐户中的资产，无疑这是投资变动年金的另外一项好处。

此外，一般的共同基金必须同任何分帐户区别开来。即使分帐户是同一个基金公司内已有基金的映射或反映，每一个分帐户的建立也应当作全新的投资组合来看待。实际上，分帐户的经理人员常常就是同一基金族内管理相应基金的人员。

使事情更加令人困惑的是，有些变动年金还提供"固定利率帐户"。尽管它们不是固定年金，但给予投资者以类似于固定年金的选择权。

变动年金的这些固定收益选择权向年金领取人按确定的利率支付款项。它们也是保险公司总帐户资产的一部分，要求投资者就某一特定的时间(如1年或3年)内作出相应的承诺。例如，投资者可以在利率较高的时候选择这项权利以锁定一定的收益水平。此外，它还能吸引那些刚刚退休需要稳定收入的投资者。由于固定利率帐户属于保险公司的总帐户，所以保险公司要承担投资的风险，这是这种帐户不同于变动帐户的地方。

投资者要想获得有关单个变动年金投资组合的每日单位价格、收益率和投资业绩等信息，可以拨打基金公司的免费查询电话。分帐户中的资产不能公开交易，因而投资者无法从报纸等公众媒介上了解其每日的价格信息。《贝龙》每周根据里普分析服务公司的数据公布变动年金积累单位价值的变动信息。

里普和晨星两家公司均跟踪监测变动年金的经营业绩。投资者要想了解这些参考工具的情况可咨询自己的经纪人或财务顾问。此外，投资者还可在一些大图书馆找到晨星公司每年出版的《变动年金原始资料集》。该书包含了大量可用于对不同投资组合进行详尽分析和比较的信息。

对一家变动年金进行分析非常类似于对普通共同基金的研

究，但是投资者需要做更加细致的工作，因为变动年金涉及的问题更多、更复杂，而且需要投资者作出长期的承诺。为此，投资者应认真阅读招股说明书和股东报告书以及补充报表。同普通共同基金一样，年金的费用和过去的业绩非常重要。

三、变动年金的成本

与变动年金有关的成本大致可以分为以下四类：

1. 退保费用。变动年金常常存在后收退保费用。这项费用很像普通共同基金中的或有延缓销售费用。前收退保费用则较为罕见。费用率第一年为7%，第二年为6%，第三年为5%，依次类推，直到满7年后方才消失。然而，在有些情况下投资者须再次缴付退保费用，比如投资者进行额外投资的时候。变动年金不收取12b-1费用是个有利的因素。

2. 维持费用。变动年金合同每年的维持费用大致在25到40美元之间。

3. 基金营运费用。此项开支按净资产的百分比表示，主要包括投资的管理费以及其他投资者需像投资普通共同基金一样承担的费用。

4. 与保险相关的费用。也称作"死亡率和支出风险费用"。具体费用率每年大致在帐户平均价值的0.5%到1.5%之间。此项费用是在一旦出现年金领取人或连带领取人寿命超过正常寿命预期的情况下，用来确保死亡抚恤金和较长的终身支付期。另外，该项费用也意味着保险公司承诺投资者的实际开支不会超出某一特定的数量。除上述费用外，还包括了一笔管理费用。

投资变动年金时各项费用支出的变动范围很大，因此投资者需要认真对比研究。实际上，目前也有一些不收退保费用的纯粹不收费基金。

有关变动年金的一个关键问题是需要多长时间延缓纳税的收益才能弥补投资者额外负担的费用，也即需要多长时间变动年金才能对投资者产生吸引力。以下是决定变动年金短期盈亏平衡时间的几个因素：

1. 较低的年金成本。

2. 投资者较高的纳税级次。

3. 较高的投资报酬率。

变动年金最适合的投资对象包括：积极成长型基金、成长型基金、成长收入型基金和国际股票基金等长期业绩显著强于固定收入型基金的共同基金。对投资者而言，如果能够承担较高的投资风险，变动年金应是个人投资组合中最具进取性的投资对象。

如果退保费用过高，则投资者就必须较长时间地持有变动年金。因此，投资者在选择变动年金之前务必谨慎小心。虽然最终投资还是要在同一基金族内的不同基金之间转换，但是投资者仍要选择吸引力较高、各项投资工具业绩良好的基金族。我们建议投资者挑选那些实力雄厚、知名度较高、具有良好投资回报和合理费用的企业。

尽管变动年金被设计为退休金的投资工具，但是投资者不会永远锁定在一个基金族内。投资者可以利用所谓的“1035 交易”，将自己的投资从一个基金族转移至另一个基金族。这种交易能使投资者的资产仍然处于递延纳税的状态，因而不会增加投资者的税负，但是投资者在使用这项交易时必须 100%地转移自己帐户余额的资产。需要说明的是投资者不能利用“1035 交易”将投资转入一家现存的变动年金。此外，无论在何种情况下投资从变动年金中转出都需支付退保费用。当然，在实施“1035 交易”时需要准备大量的文字材料。

四、变动年金的利弊分析

变动年金的优势表现在以下几个方面。

1. 递延纳税。这是变动年金的最大优势。投资者联邦税加州税的边际税率越高，从变动年金获取的收益就越多。同样，投资者加入变动年金越早，收益也就越可观。

2. 投资无上限。与符合税收条件的退休金计划不同的是，投资者投资变动年金在缴费期并没有具体的限额规定。而在投资个人退休金帐户时，投资者每年最多只能缴付2000美元。

3. 多种投资工具选择。许多变动帐户都向投资者提供六七个以上的投资选择，其中包括指数基金在内的一些专业化投资基金。

4. 可观的增长潜力。通过选择管理较好的股票类基金，投资者可以获得如同投资普通共同基金一样的长期增长潜力。

5. 投资转换权。投资者可以在同一保险公司内的各种投资工具之间转换自己的投资。此外，投资者也可以利用"1035交易"在不同的基金族之间转换投资。以上投资转移都无须纳税。变动年金是颇受那些打算积极转换投资的市场时机选择者青睐的投资工具。这些投资转换通常并不需要支付费用，但是每年转换的次数要受一定的限制。

6. 另一种形式的储蓄计划。与符合税收条件的自愿退休金计划一样，变动年金也能给那些试图牺牲当前消费以获得晚年生活保障的投资者产生一定的激励。尤其是对那些缺乏储蓄节制力的投资者，这种作用尤其明显。

较之普通共同基金，变动年金也存在一些劣势。

1. 费率较高。变动年金的各种成本抵消了递延纳税的优势。与保险公司相关的费用大大提高了年金的费用比率。投资者即使再富有，也不需要任何温和的保险色彩。

2. 流动性不足。退保费用和针对 59.5 岁之前提前支取的10%惩罚性税收增大了变动年金未到期前提取的成本。

3. 过于复杂。分析变动年金远难于分析普通的共同基金。投资者必须认真琢磨年金招股说明书，并研究年金所投资的各种基金。为此，投资者常常需要一名财务策划人。

4. 税收变化风险。这是指投资者很难预测未来的联邦税法会发生何种变化以及这些变化对变动年金合同的所有者产生什么样的影响。如果投资者打算对变动年金作大量的投资，就应该寻找有权威的税务筹划建议。

由于变动年金的成本较高，所以投资者应尽可能先向普通的退休金计划投资，譬如 401(k)计划、个人退休金帐户和基奥计划等等。除以上投资外，如果投资者的资金还有剩余，就可以考虑选择向变动年金投资。很明显，投资者不能利用个人退休金帐户中的资金投资变动年金，这就像个人退休金帐户中的资金不能向免税债券基金投资一样。在已经享受税收优惠的投资引入另一种税收优惠是不能容许的。

通常而言，变动年金可以像具有类似投资目标的共同基金一样运营。二者之间可能产生的差异主要由诸如投资规模、经理人员、费用水平的不同等因素所致。

最后，变动年金还向投资者提供一个简短的宽限期或检验期。期间，若投资者发现年金合同与自己的意愿不符，可以改变主意。如果不满意，几天之后就可以退出且无须付出任何罚金。

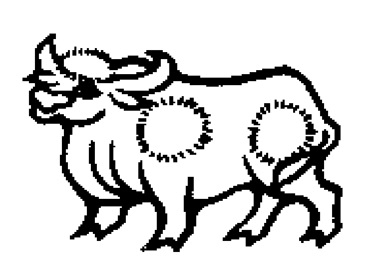
表 15-2 年金的术语词汇

积累阶段	指延期年金中由投资收益和所有者追加投资所构成的帐户价值积累时期。
积累单位	用来计算年金所有者利益价值的计量单位，类似于共同基金中的股票。

积累单位价值	类似于但不等同于共同基金中的资产净值。
年金领取人	指有权在年金支付期领取支付款项的个人，通常是年金合同的所有者。
年金化	指旨在获得定期支付款项的计划。
年金	指在规定的时间框架内，例如领取人的一生的一系列的定期支付。
年金受益人	指有权在年金领取人死亡时获得年金剩余价值的个人。
年金合同所有者	指有权决定所有年金合同条款的个人。
死亡抚恤金	指年金领取人在年金化之前死亡时，支付给年金受益人的款项。
延期年金	指含有积累期的年金。变动年金是常见的延期年金。
检验期	签署年金合同后的宽限期，期间合同所有者无须付费就可取消合同。
固定帐户	指保险公司总帐户的一部分，常常是提供给变动年金投资者的一种选择权，其收益率固定在某一水平上。
固定年金	指在支付期向领取人提供有保障的、稳定的支付款项。固定年金资产是保险公司总帐户的一部分。
总帐户	指保险公司内记录管理所有单独帐户外资产的一个帐户。
即期年金	指没有积累期的年金：在年金合同一签署年金化就开始进行。
支付阶段	指年金领取人据选定的支付方式或一次领取或定期领取支付款项的时期。
单独帐户	指区别于总帐户的资产帐户。区分出来的资产投向特定的领域。也叫变动帐户。
分帐户	指在变动帐户内为投资者向某些特定基金投资而设立的帐户。
1035 交易	指将资金从某一共同基金族转移至另一基金族，属免税交易。
变动年金	指收益率随所投资共同基金的业绩而变动的年金。

第十六章

共同基金投资服务



毋庸置疑，在日常生活中投资者能够发现业绩良好的单个基金，但是寻找理想的基金族才是当今投资共同基金的主流。小型共同基金的问题主要是难以筹集足够的资金来实现为满足投资者和基金公司的利益要求所需的规模经济。事实上，由于成本过高，这些基金很难在全美50个州都能募集到投资。毕竟，拥有较大自主权的小基金是培养明天著名基金经理人的理想场所。但是，共同基金当今的发展趋势却是在构建庞大资产和获取巨大收益的经济理性基础之上所体现出来的大型化、集团化。

对投资者而言，理想的共同基金族应当具有以下四个特征：可供投资者广泛选择的共同基金系列，在各领域中始终如一的高水平投资经理人员，包括投资者所能想象到的最友好、最有见识的电话交易代表在内的范围广泛的高质量投资服务，最低的基金费用率。如果投资者找到了这样理想的基金族，就应把所有的投资都集中到这里。需要指出的是，尽管在某些方面具有一流的装备，但所有优点集于一身的基金族是不可能存在的。

大多数的基金族都有一个货币市场基金、一个长期债券基金和一个股票基金。实际上，有些基金族有几十个基金可供投资者选择。最大的基金族，费德里提投资基金有大约200种基金。

投资者最初或最主要的基金族至少包含以下六个领域，即：投资等级债券，免税债券，成长型股票，成长收入型股票，小企业股票和国际股票等方面的基金系列。通常，最好的投资起步措施是将现金注入基金族中的货币市场基金，然后，随自己投资经验的积累，逐渐将投资转至风险性较强的基金。

投资者是否应一直呆在同一基金族中？答案是可以作这样的选择。因为这可使事情变得简单一些。假如基金族能提供统一的报表，那么投资者所有的基金投资资产只需用一两张纸就可以表述。

最终，投资者想向其他基金族投资，特别是在其资产越来越庞大、越来越分散时，情况更是如此。这时，应选择小规模、专业化的基金族，甚至可以选择能够提供特别利益的单个基金。同时投资几个基金公司的好处是可以在其中进行比较挑选。

除了需要良好的经营业绩，投资者选择基金族还要看是否具有合理的费用和令自己满意的服务。有关业绩和费用的内容，详见前面几章。本章主要介绍基金公司向投资者提供的各项服务。

所有大的基金公司都十分关注自己向投资者提供的服务措施。它们知道人们不会容忍无能的电话应答、粗糙的书面报告等服务手段。表 16-1 所列的是投资者需要熟悉的各项服务。其中，有些服务如定期股东报告，虽然各家基金公司提供的质量不尽相同，但却是法定向投资者提供的服务。其他诸如自动投资计划则是大多数公司而不是全部公司的服务项目。

表 16-1　共同基金的股东服务措施

1. 退休金计划	6. 支票签发
2. 自动再投资	7. 连续提款
3. 自动投资	8. 定期帐户报表和税收信息
4. 电话交易	9. 股东报告
5. 电话转换	10. 电话和文献方式披露信息

显然，对投资者而言，其中有些服务比另一些更重要。但是在初始投资的时候，投资者往往不知道自己需要哪些服务，也不知道使用的频率怎样。在这种情况下，最好的办法是尽可能圈定自己可能用得上的所有服务。这样，一旦需要，就能立即派上用场。

投资者要了解基金公司能够提供哪些服务，可以参阅招股说明书中的股东服务部分。通常可以在招股说明书的底部找到这一部分。不同的基金族采用不同的方式表述这一部分内容，但是投资者开始投资需要掌握的东西都在这里。例如投资者可以通过这部分内容了解到开设新帐户、购买新股票、转换股票和赎回股票等活动的程序。此外，还能发现各种各样的其他服务措施，如资产分配计划、定期业务通信、针对听力受损的专门电话装置、各地投资者中心、针对大帐户（通常在10万美元以上）的专门管理、针对大投资者的专门帐户以及佣金折扣等等。一些基金公司还容许投资者用自己持有的股权证明书来换取基金的股票。

基金招股说明书还列出与共同基金投资相关的其他信息，如基金股利和资本利得的分配等。此外，从中也可以了解到有关基金转换的限制条件、帐户余额的最低下限以及针对大宗赎回基金股票的特别规定。如果想掌握进一步的细节，可以与电话交易代表联系。

一、退休金计划

基金招股说明书将阐明基金是否投资于个人退休金帐户、基奥计划、企业养老金和利润分享计划、简易雇员养老金计划（SEP）、非盈利性养老金计划以及403(b)计划等等，投资者务必要搞清楚自己所属意的退休金计划是否在基金公司之列。通常来说，基金族的规模越大，所能提供的退休金投资工具便越多。

投资者应留心每年的管理费用。共同基金中个人退休金帐户

的管理费不算太高，但若同时投资几个基金，这笔费用就可能急剧地上涨。某个基金族可能只向投资者收取10美元的费用，而不论投资者是投资1个基金还是同时投资10个基金。而另一个基金族则可能就每个基金收取一笔管理费。

值得注意的是，基金公司通常会降低个人退休金帐户的初始投资数量。例如，共同基金初始投资的下限是5000美元，而个人退休金帐户初始投资的下限只有2000美元。从这个角度看，大多数共同基金中退休金帐户的进入门槛是比较低的。

二、自动再投资

事实上，所有的共同基金都允许投资者用分得的股息和资本利得进行再投资。具体方式有以下三种：

1. 用股息和资本利得再投资。
2. 领取现金股息，将资本利得再投资。
3. 将股息和资本利得变为现金领取。

再投资服务是投资者通过复利的神奇作用累积财富的一种有效办法。大多数基金允许投资者将分到的股息和资本利得按资产净值转化为新的股票而不收取基金股票的销售费用。可见，这项服务既经济又有效。因此，投资者应详细检查当前招股说明书中有关股息和资本利得分配及其时间表的具体内容。如果投资者无法从招股说明书中获悉这些情况，可以向基金公司咨询。有些基金公司甚至允许投资者将某一基金分到的收益再投资到同一基金族中的另一个基金。假定投资者在基金族ABC的股票收入型基金中有大量的投资，就可以将其从该基金得到的收益再投资到同一基金族中的国际股票基金。显然，这项服务赋予投资者以更大的主动性，是投资者分散投资的一条稳妥途径。

三、自动投资计划

通常情况下，投资方案越简单往往也就越有利可图。对业绩优良基金的投资者而言，最好的投资策略就是将更多的现金转化为投资。自动投资计划允许投资者定期以固定数量的投资向指定的基金投资。投资金额将记入投资者的银行帐户。为此，投资者需要向基金公司递交一份授权书和一张标有“空白”字样的空白支票。有些基金公司甚至规定只要雇主同意，就允许用工资支票形式的资金进行投资。

自动投资计划为实施美元成本平均法提供了一条完美的途径。如果资金在投资前不经过投资者之手，将其消费掉的可能性自然也就大大降低。由于这项计划是自动和持续的，所以它能鼓励在市场不景气、大多数投资者不愿涉足股票的时候继续进行投资。当然，投资者可以在任何时候改变或者终止这项计划。

四、电话交易

投资者可以通过向持有自己银行帐户的股东电话交易代表电话联系来购买或赎回某一基金公司的股票。在自动投资计划下，这项服务首先在投资者的开户行和拟投资基金公司之间建立起来。这种交易通常受最低交易量的限制。购买基金股票时也受最高交易量的限制。

投资者需要记住的是在第一次购买某家基金公司的股票时，一定要先持有一份该公司的招股说明书。否则，基金公司将会随首次交易确认书一道寄来一份招股说明书。如果投资者还想投资同一基金公司的其他基金，上述方式倒是获取招股说明书的一个好办法。许多基金公司常常将几种基金的信息综合到同一份文件中。

例如，有些公司就将国际类基金的招股信息综合到一份招股说明书中。

电话交易服务可以通过那些属于票据自动交换所网络（ACH）成员的银行获得。通常，如果投资者在当天东部时间下午4点之前下达交易指令，就将按照第二天的价格成交，除非投资者预先将资金从自己的开户行汇出并且这笔资金在当天闭市之前到达基金公司的帐户。开户行的汇款费用将由投资者来承担。

基金公司还向部分投资者赋予延期付款的购买权。这项权力意味着，如果投资者在当天东部时间下午4点之前通过电话下达交易指令，就可以将成交价格锁定在当天的价位上。投资者应立即向基金公司支付所欠款项，并使之在5个营业日内收到。这项一般只限于那些已在基金公司开设帐户的投资者。另外，该项服务也有最低和最高交易量限制的规定。

大多数情况下，投资者打算投资某家共同基金的时候，不必需要那么快的速度，只是在某些特殊情形下迫不得已时才那样做。有些基金公司甚至不需投资者呈交书面申请，只要即时提出开户要求就可以为其设立一个新的帐户。具体做法是，投资者拨通基金公司的电话，提供有关自己的各项个人信息，得到一个帐户号码，然后下达购买指令。最后，投资者还要通知自己的开户行向新的基金帐户汇款。基金股票将按开户行所汇款项到达基金公司当天的价格成交。但是，在这样操作之前，投资者应当持有一份基金公司的招股说明书，电话交易代表通常也会询问投资者是否拥有招股说明书。对基金尚无了解就匆忙投资往往不会有什么意义。

此外，一些基金公司还开设了24小时交易热线。这项服务能使投资者随时决定自己的基金帐户平衡状况，是否在不同基金之间转移资金，以及在有些情况下是否通过开户行而不是电话交易代表购买或赎回基金股票。使用这项服务时，投资者通过一部音频电话拨打密码就可以进入自己的基金帐户。

五、电话转换

这项权力允许投资者通过拨打 800 号免费电话，在指定基金族的不同基金之间转移资金。对投资者而言，这是出售基金股票最迅捷、最有效的办法。例如，某投资者想从股票基金赎回 5000 美元的投资，可以将这部分投资转至货币市场基金，然后从后者提取出 5000 美元的支票。1987 年当股市极度不稳定时，转换也被人们广泛使用。根据美国投资公司协会的统计数据，在这一年当中 25%以上的基金资产都曾经实现过转换。一般情况下，投资者可以自由地进行转换，但也有一些基金公司收取每次 5 美元甚至 10 美元的手续费。此外，一年当中关于转换的次数也有限制。通常基金族对那些超级转换者的举动最为担心，因为这部分投资者在不同基金之间大量转换投资时，往往会给基金管理制造麻烦，同时也损害了其他投资者的利益。因此，投资者应认真检查自已拟投资基金公司对转换投资数量界限的规定。

在任何情况下，转换服务如果使用得当，都是一笔巨大的交易。可以想象得到，投资者若彻底转换自己由 50 种证券构成的股票或债券基金投资所需要耗费多少金钱、时间和不确定性，特别是在国外市场上交易时。第三章中的结论已经表明，交易成本所包含的内容远不止支付给经纪人的佣金。

通过邮件来赎回基金股票费时甚多，也需要投资者付出更多的努力和耐心。投资者需要提供有关的细节和约定好的签名。完成这些手续后，离基金股票真正赎回还有一段时日，在此期间投资者要承受基金资产净值下跌的风险。

投资者需要明白在不同基金之间转换投资属于应税项目，除非资金帐户是退休金帐户。原因是投资者在卖出某种基金又买进另一种基金时，常常会产生资本利得或资本损失。

六、支票签发

一般情况下，投资者可以从固定收入型基金而不能从股票基金签发支票。每张支票通常有100美元或500美元的最低限额。这项服务是投资者赎回自己部分乃至全部基金投资、支付大额帐单的有效方式。此外，许多基金公司还提供返还已注销支票的服务。

投资者需要注意的是，如果从任何净资产波动频繁的债券基金（包括免税债券基金）签发支票，将会加大自己应税准备的复杂程度，因为签发支票本身就是一个应税项目。实际上，投资者每签发一张支票，都是在赎回一部分基金股票。这种签发支票与货币市场基金不同，因为后者的资产净值始终是1美元。

七、提款计划

许多基金公司提供自愿、连续的提款方案。要使用这项服务，投资者需持有某一最低数量的基金投资，通常是10000美元，而且每次提款数量不得低于某一最低数量，通常是50美元。提款可以每一个月、两个月、一季度、半年、一年进行一次。支票可以支付给自己的家庭、开户行或者其他什么人。投资者可以随时改变自己的提款数量或者终止提款计划。

利用股票基金建立一个提款计划的好处是，投资余额按平均水平计算，可以获得更高的复合利率，从而使投资者能够在很长的一段时期内连续提款。但是，如果投资者打算在较短时间内抽回全部投资，最好使用债券基金，以尽可能减少本金丧失的风险。

八、定期报表和税收信息

对投资者而言，投资共同基金的一个好处是可以大大减少需要自己准备的文件数量。而且保存一家共同基金的交易记录也确实比保存多个企业股票的交易记录更为容易和方便。但是，即便如此，如果这些文件不能精心地组织、散乱存放甚至造成遗失，都将给投资者带来麻烦和苦恼。

基金公司将向投资者提供各种文件和报表。以下是最为常见的四种：

1. 交易确认书。该文件详细列出投资者每一次交易的细节，包括购买、销售和转换。这份文件包含的信息能够证明投资者应税利得和损失的数量，因此一定要予以妥善保管，至少也要到收到自己年末帐户动态报表时为止。

2. 帐户动态报表。这种不断更新的报表每月或者每季度抑或每年寄出一次，具体取决于基金的类型。投资者在每次股息分配之后也会收到一份这样的报表。因此，如果投资者购买的是一家按月支付股息的债券基金，那么每月都可以收到一份反映本年度截止当前时日的帐户动态报表。年末帐户动态报表列出有关投资者购买、赎回、分配以及其他各种交易的细节。一般情况下，基金公司的工作是富有效率和相当精确的，但是投资者经常检查一下自己的交易确认书和帐户动态报表之间有无出入，也没有什么妨害。

3. 1099-DIV 报表。这份报表列出投资者在上一年度得到的收入和利得分配的数量和纳税状况。通常，该报表在次年一月底或二月初寄出。1099-DIV 报表提供有关投资者应税收入（包括已经再投资的部分）的信息。投资外国股票或债券的基金还在 1099-DIV 报表中报告已缴付外国税收的信息，以供投资者纳税时作为抵扣凭证。

4．1099-B 报表。该报表实际上是一份向国内税务局呈报有关投资者上一年度销售或转换信息的报告副本。通常，投资者即使是卖出基金股票，也会在次年二月初收到这份报表。投资者可以利用这份文件判断自己的利得和损失。

投资共同基金时间较久的投资者常常会丢失自己的交易记录。如果遇到这种情况，应尽快与基金公司联系。当然，基金公司查找有关信息需要投资者付出一定的代价，但通常来说这项成本是微不足道的。

九、股东报告

虽然许多基金公司每季度公布一次业绩报告，但是按照规定，还应当至少向投资者提供一份年度报告和一份中期报告。这两份报告列有基金目前持有各种投资工具的现状及变化的详细情况。相比之下，季度报告披露的信息要少得多。晨星公司曾用 A 到 F 六个等级来评价每个基金公司的股东报告。这些等级综合反映报告在真实性、实质性、失效性和组织性等方面的状况。按照晨星公司的观点，评级越高的股东报告对投资者的负责程度就越高。

十、电话方式披露信息

大多数基金公司提供免费电话，因此投资者可以通过拨打免费电话了解基金当前的价格和收益情况。虽然许多基金公司提供 24 小时电话热线服务，但通常投资者还是要在东部工作时间拨打。例如，费德里提基金公司就其 36 种部门基金每小时都提供不同的价格。否则，基金公司将在每天闭市时报一次价格。这样，投资者在闭市之前完成购买、销售或转换基金股票就尤为关键。通过这种方式，投资者还可以了解拟投资基金的资产净值在当天是否

有上涨或下跌。投资者即使是在早晨完成交易，也得按闭市价格结算。

电话交易代表负责回答投资者有关自己帐户的各种问题，并提供基金公司承诺披露的有关基金的各种信息。投资者可以把各个基金公司电话交易代表在知识水平、表达能力等方面的某些差别记录下来。不收费基金的电话交易代表可能推荐投资者去向经纪人请教那些较难回答的问题。某些时候，投资者也会在拨打有些基金公司的电话时遇到一些耽搁。这是那些规模较小但近来发展迅速的基金公司所特有的问题。最好的联系时间是在早晨的早些时候和下午的晚些时候。东部地区的午餐时间和闭市前的一个小时，通常是最糟糕的时点。

不少基金公司还向投资者提供带有教育和介绍性质的各种书面材料，主要包括针对诸如退休金计划、固定收入型基金、国际基金以及变动年金等主题的小册子和指南。有些公司还提供定期的业务通信。

投资者在选择基金公司时，一定要弄清楚该公司是否提供自己所需要的服务。一旦签约确定这些服务，就要检查这些服务的运作是否如自己所愿。如果有问题，最好尽快解决。

第十七章



共同基金投资计划

前面几章已分别就共同基金投资的时间价值、风险与回报、基金种类、投资分析、市场时机选择、退休金计划、变动年金以及怎样与基金公司交涉等进行了详细的阐述。这些内容是投资者准确理解共同基金运作的前提和基础。本章的任务是将这些内容综合起来以便投资者更好地理解掌握。

一、基金投资的组合模块

在实际投资过程中，投资者可将不同种类的共同基金视为构建自己整个基金投资的组合模块。但现在的问题是投资者需要多少种“模块”？每种“模块”需要多少？答案部分取决于投资者基金投资的计划量。换言之，投资者投向共同基金的资金越多，需要的共同基金类型也就越多。

基金投资的“核心组合模块”应包括：货币市场基金、优质债券基金、成长收入型基金各一家。这几类基金投资所占的比重主要取决于投资者的年龄、风险承受能力、财务应变能力、收入水平、工作稳定性和资产流动性偏好。如果投资者的纳税级次较高，就应当较多地选择市政债券基金。而年纪较轻的投资者则应将更多的资金

投向股票类基金。

在任何情况下，投资者都应保持大致如图 17-1 所示的金字塔型投资结构。在此结构中，投资对象以能够满足投资者流动性和应急性需求的、比较稳定和保守的基金为主，如货币市场基金等。第三层是风险性适中的投资，主要包括平衡型基金、股票收入型基金、成长收入型基金、公用事业基金、可转换债券基金、期权收入基金等。这些基金比那些低风险、固定收入型基金能提供更多的长期通货膨胀抵御能力。对年纪较轻、进取性较强的投资者而言，核心基金中应适当增加不稳定性较强的成长型基金、小企业基金、国际股票基金等基金的比重，相应削减债券基金的份额。

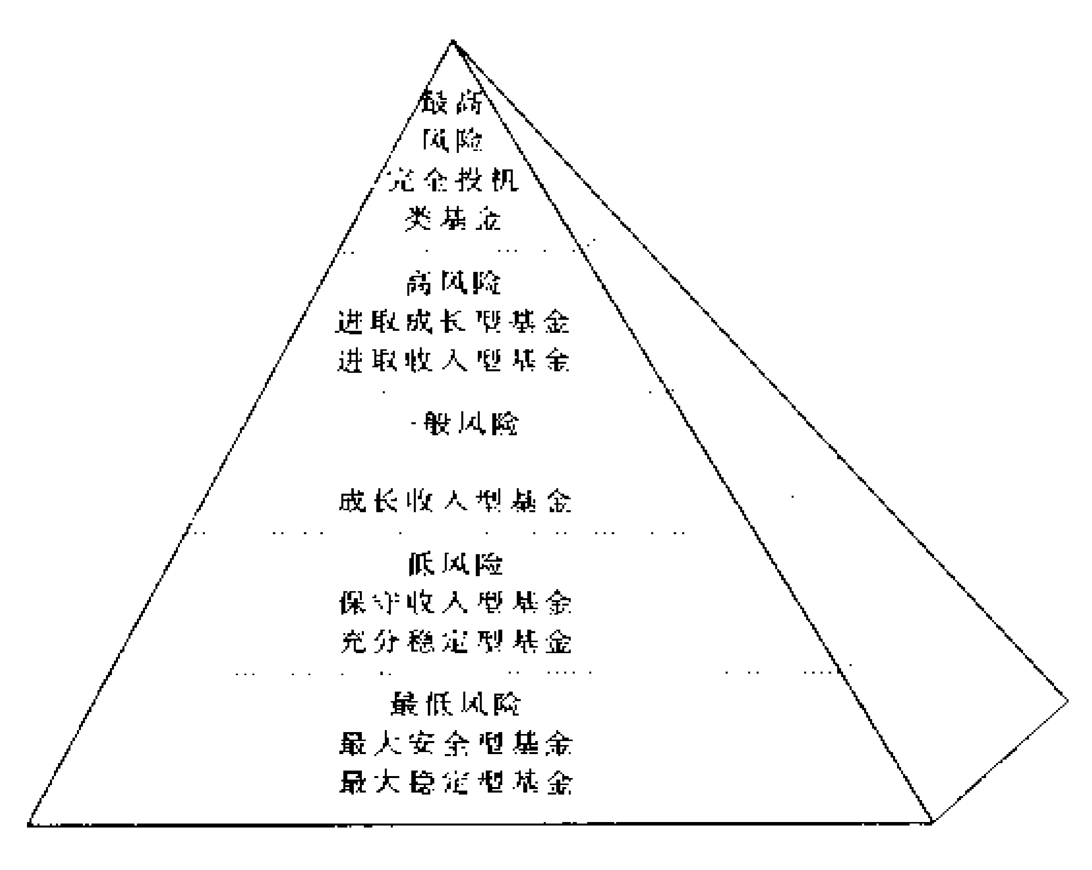


图 17-1　金字塔型投资结构

对已经确立的核心基金而言，投资者要准备选择更多不稳定性和专业化程度都比较高的基金类型。譬如，可以包括部门基金、

垃圾债券基金、针对某一区域甚至某一国家的国际型基金。资金比较充足的投资者还应当考虑向金字塔型投资结构中风险较高的部分投资。

如果核心基金能够尽可能广泛地分散，整个投资的风险将并不会因不稳定性较高的基金数量增加而增加。实际上，如果各种基金投资波动时彼此之间能互不干扰，往往有助于降低整个投资的风险。例如，某投资者的日本股票基金在某年下跌了20%，而医疗基金(health-care portfolios)却上涨了40%。在下一年当中，情况也许会正好相反。这就是为什么要在国际间分散基金投资的原因所在。

金字塔型投资结构中风险性最高的一层主要由共同基金以外的投资组成。即使是风险最强的部门基金，其投机性也无法与众多单个小企业股票、垃圾债券、无担保择购择售期权、投机性期货头寸等相比。所有的共同基金都具有较高程度的固定性、分散性且有专业人员管理。这些都是降低风险的重要因素。金字塔型投资结构中的顶层是对大多数投资者都不适合的危险地带。

资产分配

近几年来，在不同基金之间分散投资的观念已经越来越为投资者所接受。资产分配人员从总体投资收益出发，决定如何在现金、债券、股票以及各自进一步的分类之间分散投资。他们认为，要想取得良好的长期投资业绩，就应当在适当的时候进入适当的市场或部门。有些基金公司甚至依据投资者的年龄、风险承受能力、收益预期、收入水平和资产净值等，提供针对个人的资产分配方案。

投资者主观上应对自己的各种基金投资有一个目标结构。譬如，年轻的单身管理人员——曼纽尔，持有10万美元的基金投资。几年前，他决定向货币市场基金、股票收入型基金、进取成长型基金和国际股票基金各投资25%。当时，曼纽尔认为这一比例在5到10年之内是可行的。期间，由于股市的收益良好，曼纽尔所持有

共同基金投资的资产结构变为：

货币市场基金	10%
进取成长型基金	33%
国际股票基金	30%
股票收入型基金	27%

此前，曼纽尔对股票类共同基金的投资只占总投资的75%，而现在这一比例变为90%。要恢复对货币市场基金25%的投资比例，曼纽尔必须减少自己对股票类基金投资的比例，同时相应增加对货币市场基金的投资。由于比较稳妥的股票收入型基金的投资比重只上升了2个百分点，曼纽尔可以不改变这部分投资的数量。

投资者最好要定期检查自己的投资分配情况，要么是每年一次，要么至少是自己某项基金投资每剧烈上涨或下跌时一次。微小的调整将增加投资的记录和应税准备的复杂程度，因此投资者应在投资结构明显偏离目标结构时再进行调整。作为一种调整的手段，投资者可以只向投资份额下跌的基金注入新的资金以增加投资，同时继续持有那些比重增加的基金投资。

从技术上讲，这种策略叫做固定率公式计划。它鼓励人们作逆向投资者，即减少对上升基金或股市的投资，增加对下跌基金或股市投资。逆向投资者的投资目标与大多数投资者相反，是"贱买贵卖"，往往投资于不为人们所看好的项目。当股市大跌的时候，逆向投资者则开始注入大量的资金，因为他们认为此时这些股票能带来更多的价值。

除了受市价波动的影响外，投资结构的变化也与追加投资、再投资和赎回基金股票有关。此外，需要明确的是一些股票基金经理人大幅度变动其现金持有量，如某经理人将基金对股票的投资比重由80%降至40%，也会在较大程度上改变投资者的投资结构。

然而，固定率公式计划也面临相当多的反对意见。首先，投资者卖出日渐看好的基金股票，有可能招致比较沉重的税负。其次，

投资进一步增值的趋势收到限制。投资分配的权重最好视为可变化的指标。当市场环境发生变化时，投资者宜相应改变这些指标以重复利用难得的市场机会。但是，固定率公式计划却使投资者不得不定期检查自己的投资结构，并不断地考虑自己应向其他领域投资的份额。

二、一个财务混乱的案例

哈罗德和埃德娜都是快60岁的老人。多年来，两人在芝加哥地区拥有并亲自经营一家很受人们欢迎的餐馆。但是，由于业务耗费他们如此之多的时间和精力，以至他们始终没有机会坐下来，认真制定一个合理的投资计划。

然而，这些年来，他们在就餐顾客（主要是经纪人和金融界的其他人士）的建议下，也进行了大量的投资。哈罗德和埃德娜发现他们很难对这些人的建议说"不"。结果，他们在将近30家经纪公司、银行和共同基金公司都开设有帐户。而且，他们采用"后视镜"式的投资方法，常常花数千美元购买近来走红的基金股票，甚至包括某些风险性很高的部门基金。

合计起来，哈罗德和埃德娜拥有近200万美元的投资，其中有相当部分是投在10个个人退休金帐户和基奥帐户。他们投资的共同基金有30多个，其中还有一些变动年金。此外，他们还在股票、债券、封闭型基金、房地产和金银等方面拥有可观的投资。

哈罗德和埃德娜承受着过于沉重的投资负担，概括起来主要表现在有以下四个方面：

1. 面对如此之多的帐户和国内税务局1099报表如潮水般的问题，投资记录保管和纳税准备工作就像噩梦一样令人可怕。

2. 他们拥有10个退休金帐户，每年都要就每个帐户支付10到50美元的保管费。

3. 繁忙的日常工作和肤浅的投资知识，使他们很难控制每一个投资的头寸。

4. 他们也很难从总体上把握自己的投资。他们无法讲清自己有多少股票投资，海外投资的份额有多大，以及是否应该向免税债券基金投资。

可以想象，哈罗德和埃德娜的投资中有相当部分早就应该舍弃，而把资金转移到那些更有潜力的投资上去。实际上，这部分损失完全可以用其他投资的收益来抵消。

如果把投资合并到一些管理较好的共同基金中去，那么，对哈罗德和埃德娜而言，充分控制管理自己的资产并随需要及时加以调整，将会变得很容易。假设将投资合并到6个共同基金中，哈罗德和埃德娜就能很快地确定自己在各领域投资的准确结构。

但在作上述调整之前，哈罗德和埃德娜最好尽可能地熟悉一些投资和共同基金的运作知识。如果他们有充分自信的话，完全可以自行做出决策并付之于行动。不然，他们也可以只保留一名投资管理人或经纪人。他们所持投资的数量是如此之大，以至根本不用支付任何交易的手续费。如果哈罗德和埃德娜打算节约佣金的话，可以考虑通过一名贴现经纪人来完成交易。

三、贴现经纪人

目前，美国大多数共同基金，如费德里提、查尔斯·斯瓦波、沃特豪斯证券以及杰克·怀特等基金，都可以通过贴现经纪人来买卖。这些基金主要是不收费基金和低收费基金。

贴现经纪人对那些交易频繁且不断在不同基金族之间进出的投资者最具吸引力。其中，相当一批人是市场时机选择者，他们将赌注押在自己感到几个月之后便有胜算的方面。为方便交易，大多数投资数额较大且保守的投资者也使用贴现经纪人。

在收取单层佣金的公司，投资者购买各种基金的交易记录最终合并成一张报表，这就大大简化了纳税前的文件整理工作。投资者开设一个帐户就可以买卖所有的基金，并可以从事其他投资。这种单一帐户可以使原来在多个基金公司开户所致的多重保管费用大大得到节约，因而对个人退休金帐户的投资者最有利。

通过贴现经纪人交易基金股票所产生的成本和相关细节，在不同情况下有所不同。首先，交易成本随交易规模的扩大而增加。其次，要看所交易基金是否收取手续费。但是，贴现经纪人允许投资者不用支付就可以买卖某些不收费基金。

共同基金是投资者税负互换的一项有效手段，而通过贴现经纪人交易基金股票则能有助于这一目的的实现。假设投资者在基金族 A 的进取成长型基金有应税损失，可以将这部分股票卖掉，同时立即购买基金族 B 中相应的进取成长型基金股票。不论这两种基金如何相似，毕竟属于不同的基金族，因此这一交易不会被国内税务局认为是冲销交易。

四、税收筹划

即使投资者将交易记录准备得再精确，计算所持基金头寸应付的税款也是一件非常复杂的事情。

共同基金可以比喻为一个大管道，不断地将收入和实现的净所得输送给股东。总起来看，共同基金收益分配有以下四种类型：一般收入股息、免税利息、资本净利得和资本收益。收入股息就是应税的利息和股息；免税利息则是免缴联邦税或州税抑或二者全免的收入。无论投资者将收入股息用于再投资还是以现金方式提取出来，都要就其实际金额纳税。

已实现的资本净利得源自基金从事证券交易所获的利润。如果某年基金的损失超过所得，这些已实现资本净损失并不会分配给股

东，而是结转到下一年，最长不超过8年，以期用将来的所得予以弥补。当基金实现利得的时候，对股东而言，前述这种结转的损失无疑是件好礼物，因为他们可以得到部分甚至全部免税的收益分配。

资本收益分配可以理解为用本金支付的股息，因而是免税的。这种分配能够降低投资的成本基础，在投资者售出基金股票时这部分收益要记入帐户。上述几种收益分配都将在1099-DIV报表中分门别类地列出，以供投资者纳税申报时使用。

投资者在购买某家基金股票时，一定要弄明白资本利得分配日期，除非自己的帐户是个人退休金帐户或者其他递延纳税帐户。大多数股票基金在年底公布资本利得，然后在次年1月进行分配。按照国际收入法则，在当年10月、11月和12月公布的分配方案，即使是到下年1月才实际支付，都将支付日定为该年12月31日。投资者可以通过查阅基金招股说明书或与基金公司联系，以确定基金的分配发放日。

那么，投资者要是使用应税帐户投资共同基金又会是什么情况呢？至少也要等到除息日过后一天再决定购买基金股票，而不是在除权日之前购买以不得不支付不必要的税款。除权日后第一天，基金资产净值下跌的幅度大致等于基金支付的分配收益，因此若在除权日之前购买基金股票只能增加自己的税负。

出售基金股票

投资者在出售自己所持的共同基金股票时，保存好原来的投资记录非常有必要。首先，需要记住的是，无论什么时候将得到的分配收益再投资，即使数量再微不足道，都是对基金的追加投资，因而都将增加基金的投资成本。因此，当出售基金股票时，投资成本不仅包括最初和后来用现金进行的投资，还包括用分配的收益进行的再投资。

例如，某投资者1991年3月以每股10美元购进ABC基金的

股票 1000 股，1992 年 6 月又以每股 15 美元购进 1500 股。后来又两次用分配的收益再投资，分别是 1991 年 12 月以每股 11 美元再投资 50 股，1992 年 12 月以每股 14 美元再投资 125 股。1993 年 1 月该投资者将自己持有的 ABC 基金股票 2675 股全部出售。则其全部的投资成本是 34800 美元。具体计算如下：

1991 年 3 月	1000 股	每股 10 美元	10000 美元
1991 年 12 月	50 股	每股 11 美元	550 美元
1992 年 6 月	1500 股	每股 15 美元	22500 美元
1992 年 12 月	125 股	每股 14 美元	1750 美元
合计	2675 股		34800 美元

投资共同基金时间较久的投资者，期间必然多次追加投资和再投资。因此，计算投资成本时一定要将这些投资都包括进去。否则，将会缩小投资成本，进而导致过大的应税所得或过小的可税前扣减损失。

如果投资者只是出售部分基金股票，计算投资成本就比较复杂。在这种情况下，国内税务局允许使用平均成本法、先进先出法和个别鉴别法这三种成本计算方法。一旦投资者决定针对某种共同基金沿用某种计算方法，就要一直沿用下去，除非得到国内税务局允许改变的许可。当然，投资者不必对自己持有的全部共同基金都使用同样的计算方法。

在上例中，2675 股基金股票的总投资成本是 34800 美元，则每股的平均投资成本就是 13.01 美元。若测算总投资成本，只需将股票总数乘以平均成本即可。目前，有些基金公司还为每一个股东计算平均投资成本。这样，就可以大大简化一部分投资者的投资记录。投资者的平均投资成本随追加投资和再投资的进行而不断地改变。从最大程度降低税负的角度考虑，平均成本法并不是最好的选择。但是，如果投资者不能记清在什么时候、以什么价格购进和再投资，平均成本法就是唯一可行的方法。

先进先出法的假设前提是最先购进的股票被最先出售出去。这种方法最适用于个股投资成本不断下降的情况，但一般来讲这种情况比较罕见。总的来说，个别鉴别法的应用范围最广，而且产生的税负也最轻。在具体运用时，投资者即使是通过电话下达卖单，也要向基金公司通知自己的意图，写一封短信即可。在交易日当天，投资者还应检查出售的基金股票数量。

例如，上例中的投资者打算在 1993 年 6 月出售 1000 股 ABC 基金的股票。近来，ABC 基金的资产净值大致在每股 16 美元左右。该投资者应当卖出哪一部分股票？如果该投资者自己不指明，国内税务局将认定是出售 1991 年 3 月以每股 10 美元购进的那 1000 股基金股票。但是，出售 1992 年 6 月以每股 15 美元购进的 1500 股基金股票中的 1000 股，可以降低该投资者的应税所得（需要明确，这 1000 股的投资成本比平均投资成本 13.01 美元还要高）。要想出售指定的基金股票，投资者需要事先书面通知基金公司。同时投资者还应保留基金股票出售的一些书面凭证。

投资者需要明白，从市政债券基金股票出售或转换所获的利得和损失，同纳税基金一样，都属于应税项目。免税仅仅适用于从基金所得到的收入股息。

过深地讨论税收法规已经超出了本书的范围。当然，就这些法规而言，它们本身也是在随时间延续而不断变化的。投资者要了解进一步的情况，可以参阅国内税务局第 564 号出版物《共同基金的收益分配》，或者咨询自己的税收顾问。投资者可以拨打免费电话 1-800-829-3676，以索取国内税务局第 564 号出版物和其他的免费指南读物。另外，许多共同基金公司也向投资者提供有关税收问题的小册子。

一个案例：赠与未成年人的礼物

《向未成年人赠与统一法》为未成年人从事共同基金投资提供

了一条便利的途径。父母常常将在基金公司开设的帐户作为礼物送给自己的子女，而他们一般则是这些帐户的保管人。

请看以下案例。迈克和琼尼打算制定一项计划以帮助他们的两个儿子积累将来上大学的部分费用。目前，大儿子刚满3岁，小儿子才几个月。迈克在加州伊温的一所高中教数学，琼尼则是一名家庭主妇。

现行税法规定：14岁以下未成年人的第一个600美元收入和所得免税，第二个600美元按未成年人税率（即15%）征税；超过1200美元的收入和所得将按父母的边际税率（一般在33%以上）征税（如果税负过于沉重，保管人可以将未成年人的投资转入免税债券基金）；而在14岁以后，所有的收入和所得都将按未成年人税率征税。迈克想充分利用这些条款。

迈克感到在前几年自己的税负并没有多少，因为夫妻两个送给孩子的投资数额很小。迈克和琼尼计划将他们的儿子送往当地的公立大学，因而两人认为筹足两个儿子将来的教育费用并不是很难的事情。迈克和琼尼打算通过向未成年人赠与帐户每月为自己的两个儿子各存入40美元。迈克准备一直通过一家共同基金，很有可能是不收费平衡型基金，进行投资。保守地按每年税前增长率为8%计算，15年中迈克和琼尼每月40美元的投资最终将增长到近14000美元。

五、是否应当抽回投资

总的来说，共同基金投资，尤其是股票基金投资，应被视为长期投资。但在投资过程中，投资者必然要多次思考是否应出售所持部分乃至全部的基金股票。投资者在作这样的决策时，需要认真考虑自己在当初购进时所考虑的那些因素，只不过是顺序相反而已。投资者出售基金股票的动机有基金方面的原因和投资者本身的一

般原因两方面。

基金方面的原因

简言之，投资者总是希望删减不合自己心意的投资。投资者对一家共同基金不满的原因主要有以下四个：

1. 业绩。如果一家共同基金在同行业中落后两年，投资者就会考虑改换门庭。投资者将基金的投资进展与相关的某种股价指数作比较，就可大致判断该基金的业绩状况。例如，投资者可以将公用事业基金的业绩与道·琼斯公用事业股价指数作对比，将成长收入型基金的业绩与标准普尔 500 种股价指数作对比，将小企业股票基金的业绩与拉塞尔 2000 种股价指数作对比。

2. 费用。基金不断上升的费用比率不仅消耗投资者的钱财，而且也是基金蕴涵其他严重问题的指示器。当然，基金费用大幅度地增长也可能源于一些新费用——如原来不存在的 12b-1 费用——的征收。

3. 管理。基金管理人员的更迭并不会直接导致投资者作出出售决策。通常，投资者要找出这种变化的理由、背景以及接任者是否具备称职条件。在基金是由几人合伙管理的情况下，其中一人的离去并不会造成多大后果。

4. 规模。在基金规模迅速扩大以至其原来的经营特征发生变化的时候，尤其是当基金经理人将巨额投资从小企业股票转向中型甚至大型企业股票时，投资者很有可能选择退出。虽然规模扩大可以带来极其重要的规模经济，但投资者首先考虑的却是基金管理能否维持良好的业绩。

投资者本身的一般原因

有时候，投资者也会卖出那些业绩仍然卓著的基金股票。其中主要有以下几方面原因：

1. 增加流动性的需要。出于投资者自身诸如年龄升高的原

因，有些人会由长期股票基金的投资者逐渐向比较保守的类型转化。例如，投资者距退休只有几年时间，感到自己需要更高的收入、更多资产流动性和较少的不稳定性，此时往往作出调整自己投资组合的抉择。

2. 市价过于昂贵。当市场评价指标如股票价格收益比率出现示警信号时，也就是投资者应该减少投资之日，特别是在投资者本人以后几年急需资金的时候，更是如此。

3. 获得税前可扣减的应税损失。如果投资者所投资的基金发生亏损，并且这些亏损可以用来抵消投资者从其他基金投资获取的资本利得，那么该投资者怎么可能不卖掉这种基金股票呢?为避免冲销规则的约束，投资者将基金股票出手后，只要等够 31 天，还可以将这些股票再买回来。

正如多次指出的，在许多种情况下，投资者继续持有基金股票而不是将其出手会更好一些。每个人都不可能准确地知道整个市场以及自己所投资的基金在什么时候出现反弹。此外，将持有的基金出售还会导致大笔的税负。还有，投资者必须决定如何处理余下的基金。在这里，很有可能造成两个错误，一是卖掉不该卖掉的基金，二是买进不该买进的基金。

六、提款计划

投资者在制定自己的长期财务计划时，有必要考虑使用连续提款计划，特别是在准备退休以后的收入时更应如此。尽管本书在此对提款计划的阐述远没有那些关于共同基金的书籍以及基金公司的文献详细，但是这个主题仍然值得认真一读。

提款计划的的成败取决于以下六个因素：

1. 为实现长期提款目标，提款时需要积累的投资总额。

2. 用帐户投资余额百分比表示的年度提款率。该率越低，可

提款的时间便越长。

3. 提款数量受通货膨胀影响在一段时期内表现出的增长。如果投资者在通货膨胀时期提取款项，应当将提取金额按通货膨胀率进行调整。

4. 基金年度总收益预期。最好这个估计数不要超过实际数字。投资者应当用极度保守的眼光来作预测。

5. 提款期的年份数。

6. 提款期末计划剩余的投资数额。毕竟，绝大多数的退休者都想留些资金以备不时之用或者留给自己的继承人。

埃米的投资能持续多久？

如果投资者从共同基金提取款项的比率高于基金投资的增长率，就会遇到类似下面埃米面临的同样严重的问题。

埃米打算每年从她在一家固定收入型基金的 30 万美元初始投资中提取 14%的款项，即每年提款 4.2 美元。埃米预计这家基金的年度总报酬率为 7%。提款在每年年底进行。这样，第一年 30 万美元的投资将增长到 32.1 万美元，在 4.2 万美元被提取出去以后，只剩下 27.9 万美元，见表 17-1。

表 17-1　埃米的提款计划

年底	提取款项(美元)	帐户余额(美元)
1993	42000	279900
1994	42000	256530
1995	42000	232487
1996	42000	206761
1997	42000	179234
1998	42000	149781
1999	42000	118266
2000	42000	84544
2001	42000	48462
2002	42000	9855

上述分析表明埃米的投资只够她提取10年。埃米要延长提款期，或者减少年度提款金额，或者寻找一家预期报酬率较高的基金，或者双管齐下。

例如，假设埃米将她的30万美元投到一家股票基金，该基金可以让埃米有把握得到9%的年度报酬率预期，同时埃米将年度提款金额降到3万美元。采取这些调整措施后，埃米的投资可以供其提取26年。如果埃米依靠9%的年度提款率(相当于每年2.7万美元)就可维持生计，而且每年确实可以得到9%的基金年度投资报酬率，则埃米的投资可供其无限期地提取下去。因此，投资者需要考虑不要让提款率超出基金投资的增值率，以免耗尽整个投资。

埃米一例多少有些简单化，因为年度提款的数量被假设为始终保持不变。如果采用更现实的假设，即埃米每年的提款金额保持与通货膨胀相同速率的增幅，她的投资会更早地被消耗尽。

戴维的事例

显然，如果投资者打算依靠共同基金投资作为未来收入的一项主要来源，就必须充分考虑诸如通货膨胀等因素的作用。

戴维，65岁，还有几个月就要退休，向一家价值型股票基金投资40万美元。戴维计划从自己的初始投资中提取6%即2.4万美元，以补充自己每年的养老金和社会保障收入。

实际上，戴维打算自1993年开始每年按1993年美元提取2.4万美元，而且每月保持相同的增幅。戴维预计今后可以预料的相当长一段时间里的通货膨胀率平均每年为4%，因此他将自己提款金额的年度增长幅度也设为4%，参见戴维的棋盘式对照表(表17-2)。

表 17-2　戴维的棋盘式对照表　　单位：美元

年底	提取款项	帐户余额	年底	提取款项	帐户余额
1993	21000	412000	2005	38425	553971
1994	24960	421120	2006	39962	563867
1995	25958	436332	2007	41560	573054
1996	26997	448606	2008	43223	581407
1997	28077	460903	2009	44952	588782
1998	29200	473185	2010	46750	595022
1999	30368	485404	2011	48620	599955
2000	31582	497508	2012	50564	603386
2001	32846	509438	2013	52587	605104
2002	34159	521128	2014	54690	604873
2003	35526	532501	2015	54878	602434
2004	36947	543482	2016	59153	597499
			2017	61519	589755

25 年间总提款金额为 999502 美元

戴维为将他所投资基金的报酬率固定为 9%。然而，这家基金实际的投资业绩在各年之间肯定是不断波动变化的。到 2017 年底，如果戴维能活到那时并且他的预计准确的话，届时戴维的帐户余额将达到 589755 美元，而他在 25 年间提取的款项总计将近 100 万美元。戴维基金投资帐户余额在 2013 年将达到最高值 605104 美元。此后，随着戴维提款金额与通货膨胀的同步增长，帐户余额将开始呈现下降趋势。

不言自明，戴维的实际状况是好于还是差于他的设计，主要决定于那家股票基金的实际投资业绩和通货膨胀的实际状况。像戴维这样，设计提款期适当长于自己的生命预期从而增加提款计划的保险系数，无疑是一种明智的办法。类似戴维那样的棋盘式对照表利用电脑很快就能设计出来，因此投资者可以基于不同的假设算出若干种结果进而进行比较选择。

提款计划的其他几种设计方法

1. 固定提款期。这种方法要求投资者在预先设定的提款期内结清整个投资帐户。在个人退休金帐户和基奥计划下，从事基金投资的退休者依据个人或夫妻双方的寿命预期，必须超过一定期限后方能提清余额。假设要求某投资者必须在15年之内结清个人退休金帐户中全部款项。第一年可以提取帐户余额1/15的款项，第二年提取帐户余额1/14的款项，第三年提取帐户余额1/13的款项，依次类推。用每年年初帐户总值乘以该年相应的提款比例就是该年应当提款的金额。

2. 固定提款率。另外一种方法是每年期间提取帐户余额的一个固定比例，比如8%。在这种方法下，每月得到的支付款项主要取决于基金资产净值的波动和帐户余额的变化情况。投资者在基金资产净值升高时将得到的支付较高，在降低时得到的支付较低。

3. 固定提取股数。这种方法不是按固定数量或比例提取款项，而是每月提取固定数量的基金股票，比如每月100股。它的不足是每月无法保证固定的提款数量，但这种方法实际上是第十二章所说的美元成本平均法的变形，因而要优于其他方法。这就是说，当基金资产净值较高时，投资者将能提取较多的款项，当基金资产净值较低时，投资者只能提取较少的款项。而在提取固定数量款项的方法下，投资者不得不在价格较高时卖出较少的基金股票，在价格较低时卖出较多的基金股票。

绝大多数投资者都希望每月获得固定数量的收入，因此，按固定提取股数方法制定的提款计划，尽管有诸多优点，也很少为人们所使用。另外，共同基金公司也不愿意提供这样的服务。但是投资者只需做少许工作，就可以自己实施这项计划。具体办法是，投资者届时通知开户的基金公司出售一定数量的基金股票，并把款项转移至自己的货币市场基金。

任何为提款计划所作的计算并非一成不变。尤其是以退休人员身份出现的投资者应当定期分析自己的处境，至少每年一次。具体可使用表 17-2 中戴维的那套分析思路，重新估计自己的投资可供提款多久。有可能的话，应尽量将提款计划定得保守一些，以使投资余额获得尽可能多的增长。

提款计划常为退休者和孀妇所使用。但是它也能运用到多种场合。例如，夫妻利用提款计划就可以为正在上大学的儿子和女儿提供定期的款项支付。一般而言，制定提款计划时最好使用一家比较保守的收入导向型股票基金。如果使用的是投机性较强的基金，将会使投资者寝食不安。

最后一条忠告是，一定要保管好与税收有关的各项投资记录，从而能够准确判断每次赎回基金股票所产生的利得和损失。此外，还要选择一个能使基金股票出售与当初购进相匹配的成本计算方法。目前，较为常见的是平均成本法。

提款计划的变通方法

如果投资者对某家共同基金有大量的投资，那么通过将收入股息变为现金，就可以经常得到充足的现金流入。收取现金分配可以大大简化投资帐户的应税准备工作，因而比提款计划更易于实施。投资者每年收到的 1099DIV 报表会详尽地列出各种应税的分配，因此投资者不必像实施提款计划那样为选择出售哪部分基金股票而操心。

另外一种变通办法是，投资者可以在适当的时机赎回基金股票。譬如，在基金资产净值比较高的时候，出售一些基金股票，并把资金转至自己的货币市场基金以供使用。若与按月收取现金股息的方法结合起来，这种方法的效果会更好。

七、成功投资的十五步

通常而言，共同基金不会使人在短时间内暴富。但就我们所知，如果有耐心的话，它将是投资者长期积累财富最有效、最便利的途径。以下是我们有关共同基金投资的若干建议。

第一步，充分利用时间。投资的时间越长，通过复合作用达到增值的机会便越多。连续每月投资100美元，10年之后将积累到20655美元；20年之后将积累到76570美元；40年之后将积累到637678美元。

第二步，尽可能地节约资金。积累财富最简单也是最安全的途径就是尽可能地多投资。无论什么时候开始，只要投入得越多，结果便越好。在上例中，如果连续每月投资是200美元而不是100美元，10年、20年和40年之后积累的财富将分别是41310美元、153139美元和1275356美元。

第三步，尽可能地向股票基金多投资。投资股票是长期对付通货膨胀和购买力风险的最好措施。股票基金是寿命越来越长的退休者理想的投资对象。其中的关键是要选择与自己风险承受能力相适应的基金。

第四步，投资结构的基础部分一定要坚固。投资的主要部分应放在那些比较稳定、流动性较强的基金，如货币市场基金和短期债券基金等。应不时之现金需要，最好是从货币市场基金签发一张支票，而不是在时机不太好的情况下出售部分持有的基金股票。另外，使用现金还可以捕捉特别理想的投资时机。

第五步，避免风险性最强的投资。在期权、期货和单个小企业股票等方面高风险的投机行为，其所掩藏的潜在损失是相当惊人的。从事这些投机活动所亏损的资金会一去不回还。它们永远也不会取代高质量共同基金的投资地位。

第六步，最大限度地利用递延纳税的复合增值作用。大多数人投资的目的是为了获取舒适、安全的退休生活。而若能就所得延迟纳税，将会积累更多的财富。

第七步，千万不要高买低卖。这句话说来容易做起来难。关键是要知道应在什么时候、以怎样的方式从牛市获利、从熊市抽取资金。总之，要避免在市场升至峰顶时向基金注入大量的资金。如果国内股票有投机过度的趋势，可以考虑向那些收益可观的全球性股票市场投资。此外，尽量缓慢移动资金，一点一点，也可以考虑使用某种方式的美元成本平均法。

第八步，大幅度调整投资之前要多思考几次。选择市场时机时面临的最大风险是错过一次强劲的上涨机会。换言之，把投资停留在现金上将面临巨大的机会成本。

第九步，要从全球角度考虑问题。在投资环境变得越来越大的同时，世界正变得越来越小。全世界公开交易的企业股票的市值60%以上在美国之外。在投资的共同基金中增加少许国际性色彩有助于提高长期投资业绩并能降低投资风险。

第十步，要运用指数基金的优势。被动式管理的指数基金提供了一条低成本的投资途径。利用这种基金，可以确保投资不致被远远地甩在市场的整体走势后面。

第十一步，不要盲目地进行投资。尽管时间非常重要，但也没有急到非立即将资金投进共同基金不可。由于投资内在的分散性，大多数基金的上下波动要远比单个股票缓慢。抓紧时间熟悉基金招股说明书、掌握投资知识并不会延误日后的投资。目前，全美有4000多家共同基金，有大量的投资途径可供选择，因此，完全没有必要担心"煮熟的鸭子会跑了"。

第十二步，不要过度地分散投资。投资过于分散只能增加投资记录的复杂程度，并产生相应地一系列麻烦后果。一般来讲，选择几个称自己心意的基金族即可。要结合基金的成本费用状况，来

寻找那些投资业绩符合自己需要的共同基金。

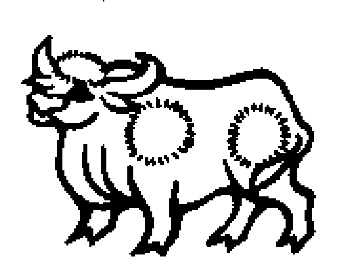
第十三步，使各种投资保持平衡。要基于投资目标，确定在不同基金类型之间投资的比重。至少每年检查一遍这些比重，以确保投资结构不致偏离得太远。

第十四步，最大限度地利用基金的各项服务。要学会尽可能地使各种基金服务为自己所利用。例如，自动投资计划就是通过美元成本平均法积累财富的一条好办法。提款计划对退休者最为有用。如果对基金本身或其提供的服务有疑问，最好直接向基金公司咨询。电话交易代表通常是很好的投资助手。即使无法回答有些问题，他们也常常会从其他人那里找到答案。

第十五步，保存好各种交易记录。这种投资的副产品在做应税准备时极为关键。应将交易记录长久地保存下去。

第十八章

共同基金投资释疑·



本章将围绕投资者就共同基金投资所关心的68个问题，给出相应的解答。这些问答主要从基本概况、信息获取、基金分析、市场运作、股票基金、国际股票基金、债券基金、投资内幕、其他选择等九个方面展开。

一、基本概况

1．“一名每月开销只有几百美元、对共同基金不很了解的大学生应当选择哪类共同基金作为投资对象？”

答：答案部分取决于该投资者的风险承担能力和流动性偏好。就其持有股票和债券两种证券并能提供广泛的投资分散性而言，对初次涉足共同基金的小规模投资者来说，平衡型基金是比较切合实际的选择。如果在某段时期内不需要变现投资，选择保守型的股票基金也不错。如果现在该投资者已经挣取收入并开始进行长期投资，也可以考虑开设一个个人退休金帐户。

2．“投资者能自主选择共同基金吗？或者必须听取投资经纪人或财务策划人的建议吗？”

答：大多数投资者能够依赖像本书这样的投资指南，自主地

选择投资共同基金的对象。其他诸如《晨星共同基金》或者《个人投资者不收费共同基金指南》之类的公开出版物也提供针对特定类型共同基金的投资分析。此外，在报纸和金融杂志上面也能找到有用的信息。基金公司的电话交易代表也比较关键，只不过不能提供具体的投资建议而已。在这种情况下，如果投资者没有选择、管理自己投资对象的自信、目标甚至时间，就应当依靠投资经纪人和财务策划人来代为实施。

3. "如果投资者已经向一家收费基金公司投资，但是对它不满意。请问，是否应当转向一家不收费基金？"

答：不一定要这样做。既然已经支付了前收费用，至少也应当看看在同一基金族内是否还有其他对自己有吸引力的基金；如果有的话，就可以将投资转移过去（这种转移通常是不收费的）。换言之，投资者已经支付了前期投资的各种费用，最好还是寻找一下有没有适合自己的东西。此外，如果目前投资的共同基金具有良好的长期投资业绩，或许应该多给它一些时间。

另一方面，如果投资者没有支付前收费用但要面临一个较高的维持性 12b-1 费用，并且共同基金的业绩一般，这时就要考虑向其他基金转移投资的问题。相应地，这种转移决策还要随投资者将要支付的或有延缓销售费用而定。

还有一点要注意。如果能够提供近期从初始基金赎回投资的证明，那么在将投资从一家收取前收费用的基金公司转向另一家类似的基金公司时，就不必支付任何与转换有关的销售费用。由于新的投资是按资产净值购进，因而这种做法也叫资产净值转移。这种资产净值转移是相当一批基金公司用以吸引那些不满意于竞争对手的新投资者的一种资产集中策略。因此，投资者应当与自己的经纪人或财务策划人仔细检查哪些是可以选择的转移对象。然而大多数提供资产净值转移服务的基金公司都征收一定的 12b-1 费用，所以需要对转移投资做周密的分析和考虑。

4. “怎样才能从总体上学到更多的投资知识?”

答:在这方面,不少及时反馈每日金融市场动态的简明读物可供使用。例如,可以定期阅读主要报纸的商业版或者像《华尔街日报》、《投资者商业日报》的金融版。诸如《贝龙》、《福布斯》、《货币》之类的出版物也有许多有价值的文章。

另外,投资者还可以加入美国个人投资者协会(AAII)。该组织在美国境内按专题组办培训性质的讲座;同时,还出版《美国个人投资者协会专刊》和《个人投资者不收费共同基金指南》。

伯顿·马尔基尔所著的《漫步华尔街》是一本帮助投资者理解股市运作规律的好读物。

5. “怎样以最低的风险获得最高的投资报酬?”

答:对这个问题没有什么神奇的答案。一般来讲,投资者要想获得高于长期平均水平的投资结果,就必须接受较多的投资波动和投资风险。当然,风险和风险回报之间并非是完美的线性对应关系。例如,黄金基金的不稳定性较高,但却不能提供优厚的投资回报。一般而言,分散投资有助于降低风险,却不会同等幅度地降低投资回报。每一家共同基金都像持有单个股票和债券那样,向投资者提供分散投资的实惠。因此,投资者也可以考虑按照不同的类型分散自己的投资。

6. “共同基金投资者常见的错误有哪些?”

答:共同基金投资者最容易犯的错误有以下五个:

(1) 对自己所购买基金的投资目标、投资政策和投资风险缺乏足够的了解。这将直接导致不适合自己需要的投资和不应有的损失;

(2) 向不应该投资的基金公司投资,即使它们属于正确的基金类型。这些公司要么是运营成本和销售费用过高,要么是管理水平低劣;

(3) 使用“后视镜”法则购买那些在最近几年或几个季度业绩

名列前茅、不稳定性较高的基金。这些在短时间内击败对手的基金往往要面临过高的风险；

（4）不能持之以恒地执行"购买并持有"的长期投资方案；

（5）没有尽可能早地制定退休计划，从而不能让时间为自己最大限度地工作。

7．"（共同基金投资）成功的诀窍是什么？"

答：诀窍是做一名有耐心的长期投资者，并尽可能将自己所能拿出的资金全部投向股票基金。此外，每月只须向一家优秀的基金追加少许的投入，不必付出多少代价，数年之后便可获得令人惊奇的结果。同时，最好利用系统投资法，如价格下跌时增加买进数量而价格上涨时减少买进数量的美元成本平均法，还可以得到更多的收益。这样的投资计划能够防止投资者犯一种常见的错误，即股票出手过快。

8．"我应当懂得多少货币的时间价值？"

答：基本的了解是必要的。至少投资者应当能够计算出在假定一定的定期投资数量、预期投资报酬率和投资时间跨度的情况下，投资的净资产在未来的增长趋势。这些知识将有助于投资者决定每隔一段时间追加投资的数量和应该选择什么样的共同基金。

以下是一个错误考虑货币时间价值的例子。假设乔在20年前向一家共同基金投资10000美元，之后每年将所有的分配全部进行再投资，同时既没有追加投资也没有提取款项。如果目前帐户的总价值为20000美元，那么乔仅仅依据帐户总价值翻一番就推断自己投资的报酬率为100%，显然是错误的。如果乔向这家基金投资的历史只有1年而不是20年，该结论无疑是正确的。实际上，在这个例子中，乔投资的复合年报酬率只有3.5%。

9．"投资者能够准确地测量自己整个投资的业绩吗？"

答：首先，这取决于投资者是否有一个细致的投资记录。投资者要记录向每一家自己投资的共同基金所有追加投资以及提取款

项的数量、时间，同时还要记录对上述各家基金的相应投资以及实际持有时间长度。投资报酬必须按照以时间为加权权数、税后收益为准的原则进行测算。经过这些令人生畏的条件后，可以说没有什么人能够准确地测算自己的投资业绩。

至少投资者应该能记载自己向各家共同基金投资的数量以及投资、提款和转换等操作的具体时间。然后按月或按季度计算所有投资的总现值以及对每家基金投资的头寸状况。连续记录从各家基金以及总体上实现的所得和损失的具体数值。凭借这些信息，投资者就可以近似地估计自己投资的年复合报酬率。这时，利用电子计算机做出的棋盘式对照表将会起到关键的作用。

知道自己的投资在过去10.25年中按时间加权的税后年复合报酬率精确计算为9.581%，这本身并不重要。重要的是明白自己每年税后的净收益至少高出几个百分点。

二、信息获取

10."个人不必先阅读招股说明书就可以被允许向共同基金投资是否是件好事情?"

答：1933年，证券交易委员会倾向于赋予投资者以凭借包含有基金招股说明摘要的广告材料而不是先阅读详尽的、装订成小册子的基金招股说明书来直接购买基金股票的权利。当然，这种高度浓缩的广告材料要包括各家基金的关键信息。一名投资者填好广告材料中附带的申请表格并随支票一同寄往基金公司，就算是购买了基金股票。之后，小册子状的基金招股说明书将随交易确认书一起寄来。上述办法多为那些旨在加快交易、节约费用的直销基金公司所采用。

我们不认为这种办法有什么不妥。投资者在实施投资之前，仍可以索取详细的招股说明书并仔细阅读。更重要的是，广告宣传材

料仍必须摘要概括那些关键性的披露信息。事实上，无论是那些莫测高深法律用语的长处还是广告宣传材料的短处，基金公司都被要求将真相披露出来，同时还要对其各种信息披露负法律责任。

11. “什么是基金招股说明书不可缺少的审查要件?”

答：这些要件包括共同基金进行投资的目标、政策、风险、销售费用、成本状况、周转率、业绩以及股东服务措施等。此外，最好还要查阅最小投资数量和基金股票赎回过程。基金招股说明书中最重要的报表是每股简明财务报表和费用表。

12. “补充报表中哪些是基金招股说明书没有涉及的信息?”

答：该报表主要是对基金的投资政策、风险因素、投资约束以及总报酬率进行详细的讨论。例如，一家使用期权和期货的基金会用大量的篇幅详细介绍衍生证券，包括各种策略选择的风险状况。

此外，补充报表还提供基金董事会成员和主要负责官员的姓名及简单背景情况。同时，也登载持有股份超过5%以上股东的有关情况。如果想了解有关一家基金的详细情况，就应当使用补充报表。这份材料可向基金公司直接索取。

13. “基金年度报告中哪些内容需要认真审查?”

答：首先，要阅读基金管理层致所有股东的信函以对基金运营的总体情况有一个比较广泛的了解。其次，要审查基金的投资组合情况以明确基金管理层是否沿着确定的计划运转。一家基金的名称并不必然地反映它所从事投资的类型。

如果投资者想把针对一家基金的投资持有更长的时间，还应当妥善保管好基金历年的年度报告以观察其投资是如何发展演变。

14. “目前，有哪些针对投资共同基金的咨询服务？是否有必要使用这些服务?”

答：这样的服务有许许多多。其中，有些专门提供有关市场时机选择和基金转换的建议，而有的仅仅帮助投资者挑选共同基金。

还有一些服务只针对一家像费德里提和范加德这样的基金族。

这些咨询服务并非无偿使用，因此投资者要决定它们的价值是否与花费的钱财相称。此外，投资者也会发现有些金融类期刊推荐的基金转换频率要比自己所能想象到的高出许多。正如我们在前面已经讲到的，投资者也可以通过阅读标准的商业出版物来了解、掌握如何向共同基金投资。《贝龙》的共同基金季度调查分析和《福布斯》的共同基金年度版都是获得基金经营业绩数据和相关评述的很好途径。

15．“当前，共同基金的投资者应当关注哪些事件？”

答：共同基金的投资者不像单个股票或债券的投资者那样必须对自己投资的状况做详细的研究。投资者应该关注当前整个金融市场的总体走势。也就是将注意力集中到市场的大势上去。譬如，利率的变化情况如何？企业的盈利状况怎样？股票市场价格偏高还是偏低？国际类基金的投资者还要对全球经济、股票市场以及货币等方面发生的重大事件有一个大致的了解。这一点对那些单国或区域型基金的投资者尤为重要。

16．“投资者要想尽可能早地掌握自己所投资共同基金及其竞争对手的业绩，应从哪里获得这些最有时效性的信息？”

答：《华尔街日报》每天都公布其所列基金本年度截止当日的总报酬率情况。另外，这家报纸还在特定的时间刊登各家基金最近4周、13周、26周、39周以及1年、3年、4年和5年的投资业绩情况。例如，每星期二该报刊载各家基金最近4周和最近1年的投资业绩，每星期三该报刊载最近13周和最近3年的投资业绩，依次类推。

根据某家基金能够存在5年以上，就可以按其投资业绩在5种基金类型中的一种来排序。我们可以发现，那些不稳定性最高的基金在每周的排名都会有些变化。《华尔街日报》针对大约2700家共同基金的数据主要来自里普分析服务公司。

17. “不知有没有像股票价格指数那样的、测量所投资共同基金每日资产净值变化的基准指标?”

答:有的。里普分析服务公司每天都公布资本增值、成长、小企业、成长收入、股票收入、科技、国际、黄金以及平衡等类型共同基金的价格指数。这些内容刊登在《华尔街日报》的C部分上。

18. “什么是投资公司协会?它有什么职能?”

答:投资公司协会(ICI)作为全美共同基金的协会组织,于1940年在纽约成立,现位于华盛顿特区。该协会的成员包括4000家以上的共同基金,资产总值大约占同行业的95%以上。投资公司协会常以共同基金产业在证券交易委员会及其他政府立法机构“院外活动集团”的身份出现。

三、基金分析

19. “共同基金的资产净值与股票的价格有什么区别?”

答:共同基金的投资是高度分散的,因而其资产净值通常要比股票的价格更为稳定。这主要是因为当基金的一部分股票投资在增值时,另一部分投资却可能在贬值,进而导致基金投资的整个变化趋势比股价变化趋势更为圆滑。

二者的另一个区别是,每一家共同基金按法律规定都要将实现的资本利得完全分配给股东。因此,一般来说,共同基金的资产净值不像股票价格增长得那么快。

20. “共同基金的资产净值是如何受收益分配影响的?”

答:假设A基金在除权日的前一天即星期三的每股资产净值为10美元。每股资本利得分配为1美元。在除权日当天星期四,每股资产净值降到9美元(其他一切不变),这样星期四当天和星期四以后购买A基金的投资者将不会得到这1美元股息。

再假设星期四由于市场下跌,A基金各项投资的价值也随之

下降。也即星期四A基金的每股资产净值不足9美元。该基金在有关报刊的共同基金报表中将会有如下记载：

	资产净值	卖出报价	资产净值变化
A基金	e8.80	N.L.	－1.20

资产净值8.80美元之前的"e"表明A基金正在除权。资产净值下降1.20美元反映出分配的1美元股息和基金价值每股下跌0.20美元。反过来，如果市场上涨，基金资产净值将超过9美元。投资者想了解股息分配的数量，可直接与基金公司联系。

21."在有些报刊中一些共同基金的名字旁边常加印一个's'。请问，这有什么含义?"

答：当某家基金进行股票分割或支付股票股息时，其名字旁边就会印有一个's'。但这一现象在共同基金中发生的频率要远少于其在单个股票中发生的频率。

股票分割或支付股票股息仅仅是出于装饰性的目的而对投资者投资的书面记录所作的调整，它并不能增加投资者的财富，只会改变基金每股的资产净值。假定A基金每股资产净值为100美元。如果1股拆为10股，则调整后的每股资产净值将为10美元。若投资者以前持有100股，那么调整后将会持有1000股。每股资产净值较低的基金为提高这一数值有可能采取合并股份的措施。

与广泛使用的现金股息不同，股票股息并不意味着投资收益的分配，因而也不属于应税范围。

22."新成立的共同基金是不是好的投资对象?"

答：是的。但是也有几个可以不买的原因。新成立的共同基金大多是在牛市的上升阶段初次露面，这时投资者所能获得的收益正处于顶点。这些基金主要集中在那些属于投资热点的领域。新成立的封闭型基金面市时常常是溢价交易，但过几个月之后就会折价交易，因此最好不要购买这些封闭型基金。

另外，新基金尚无投资的历史记录。如果它们的规模不能得到

扩大,就无法享受到规模经济所带来的好处,同时费用率水平还会居高不下。既然有众多业绩良好、多年从业经验的基金可供选择,还有什么理由要向一家新成立的基金投资呢?

也许支持新成立基金的一个最主要论点是小型基金应付市场变化更灵活、更敏捷。对投资于小企业股票的基金来说,情况确实如此。如果本书第三章讨论的现金流量理论正确的话,小型基金要是能在几年当中得到充分的现金流入,将会有更出色的业绩表现。

如果投资者打算向一家新基金投资的话,不妨选择那种资产在处于稳步增长的基金。一般来说,购买一家声誉卓著的基金族所设立的新基金要更安全一些。若新基金是完全仿照一家非常成功但规模过大的基金而设立,将其作为投资对象也是一项很好的选择。

23. "向微型基金投资的优点和缺点各是什么?"

答:我们将微型基金定义为资产在1千万美元或1千万美元以下的共同基金。这种基金适合于向规模较小、流动性较差的股票投资。理由如下。假设一家资产为1千万美元的基金拿出20万美元购买一种有希望的小型股票。这笔股票投资占基金总资产的2%,这意味着如果这种股票业绩不错的话,将给这家基金带来可观的投资增值。而对一家资产为10亿美元的基金来说,同样20万美元股票投资所产生的影响要低得多。正因为如此,大型基金对向小企业股票的投资中没有多少兴趣。

微型基金的最大不足是费用率偏高。由于这些基金的管理机构缺乏足够的营销影响力,它们的规模很难扩展到能对基金经营费用产生作用的水平上去。

24. "不是所有的共同基金每天都在报纸上刊登自己的经营数据。为什么?"

答:在报纸上刊登共同基金经营数据的有关限制条件由美国证券交易商协会——一个行业性自律组织——制定。要达到刊登

条件，共同基金最初至少要有1000名以上的股东或者2500万美元以上的资产。要继续刊登下去，共同基金应有750名以上的股东或者1500万美元以上的资产维持。许多基金从报纸上消失是由近几年来基金数量显著增加带来的媒介空间越来越有限所致。如果投资者感到自己关注的基金应当在本地的报纸上出现而实际上却没有，可以直接与这些报纸联系看看有没有可能将其增补进去。

25. "什么是标准差？为什么说它对投资者相当重要？"

答：简言之，标准差是风险的计量指标。该指标测算基金月投资回报围绕平均水平的波动状况。它的数值越大，表明基金的不稳定性程度就越高。

若基金的月投资报酬率稳定不变，则标准差的值就为零。实际上，这种情况很少出现。

如果投资报酬率起伏不定，则标准差的值就会很高。通常，积极成长型基金或黄金基金会出现这种情况。标准差是基金不稳定程度的最好计量指标，并且可以用于股票、债券、黄金等各种类型基金之间的横向比较。尽管正受到越来越多的批评，但我们仍然倾向于标准差而不是(值。然而，获取标准差指标值并不容易。我们建议投资者如果得到这方面的数据，就应该牢记较高的标准差值意味着更多的风险。

26. "对投资者而言，有无必要知道自己的基金经理人是否利用期货或期权进行套期保值？"

答：有必要。套期保值是降低基金不稳定性的有效手段。期权和期货可用来回避市场风险、利率风险和货币风险。今天，大多数基金都在进行套期保值。对投资者来说，问题是要了解自己的基金经理人实际在多大程度上进行套期保值？

套期保值可以看作是一种保险措施。过多的套期保值将增加基金的费用水平，进而会降低投资报酬率。这也正是我们建议基金不要做太多的套期保值的原因所在。而长期投资者确实无须为基

金在短期内的波动状况感到担忧。

27. "基金经理人持有所在基金的股票是否很重要?"

答:这个问题尚悬而未决。如果基金的规模足够大而且经理人拥有良好的投资记录,这些经理人是否持股无足轻重。但如果基金的规模较小或者经理人名不见经传,经理人持股就表明他们有足够的自信。我们认为投资者没有必要花较大的力气去了解基金经理人的个人投资习惯。

28. "如何判断基金的费用率是不是太高了?"

答:可以将一家基金的费用率与其竞争对手的费用率作对比。小型基金的费用率一般比较高。由于向海外投资所致的高成本,国际基金和全球基金的费用率也比较高。较之股票基金,债券基金的投资总报酬率要低得多,因而债券基金的费用率每降低少许都对其经营至关重要。

投资者审查基金的各项主要费用时,不应忽视基金的管理费。这项费用通常随基金总资产的增加而降低。所谓的12b-1费用也是基金费用率的重要组成部分,因此避免购买12b-1费用过高的基金十分关键。

29. "怎样对一家基金族进行分析?"

答:大致可以围绕以下问题展开分析:

(1) 该基金族的长期投资业绩是否有良好的声誉?

(2) 相对而言,该基金族的费用是否较低?虽然这些费用不一定要最低,但必须有充分的理由和根据。

(3) 该基金族是否有一个广泛的投资服务范围?

(4) 投资者在不同基金之间改变投资对象的大致范围是什么?

(5) 该基金族中哪几类基金具有最好的投资业绩记录?一家基金族通常在某一个或某几个领域如国际股票基金、小企业股票基金及债券基金等方面有较高的声誉。

(6) 该基金族是否提供清晰、有效、及时的报表及文献?

四、市场运作

30.“有关市场时机选择，最需要记住的是什么？”

答：市场时机选择最基本的概念是，在市场上涨时购进股票或股票基金，而在市场下跌时抛出股票或股票基金。

最大的风险是，在市场急剧上涨时，投资者却在一边袖手旁观。同样，在市场前景暗淡时，将过量的资金从股票市场中抽出也是不明智的。而在市场前景看来不妙时，比较好的办法是适度减少股票的投资或者将投资转向相对稳妥且收益较高的股票基金。市场时机选择的问题是投资者很难把握什么时候市场会出现一个可观的上涨。

31.“怎样鉴别市场是在贬值还是投机过度？”

答：在这方面，没有哪个指标可供单独使用。但是几个简单的指标可以结合起来判断市场是否处于极端状态。例如，若标准普尔500种股价指数或道·琼斯工业平均指数的价格收益比率超过20而且股息收益率接近零或者降到3%以下，就有把握推测此时的市场已经出现了投机过度。反之，若价格收益比率在10左右或者股息收益率接近6%，也就可以推测此时市场处于贬值状态。

32.“成长型投资和价值型投资之间有什么不同？投资者应就这两种投资策略了解哪些东西？”

答：它们是两种不同的投资风格。成长型投资者倾向于寻找那些将来收入或收益有望大幅度上升的企业，当然这些企业多数是小型和中型企业。大多数成长型投资者并不介意支付较高的价格来购买他们认为适合的股票。

相比之下，价值型投资者愿意寻找那些其股票能以较低价格购进的企业。这些企业的股票按较低的价格收益比率或面值出售，或者拥有较高的股息收益率或潜在价值。作为逆向投资者，价值型

投资者比成长型投资者更耐心、投资期更长。一般情况下,市场要使价值到达特定的价位需要足够长的时间。因此,价值型基金的周转率比较低,承担的风险也远低于成长型基金的风险水平。

许多基金经理人始终坚持其投资风格。但也有一些弹性基金随不断变化的市场环境调整自己的投资导向。正如流行的时装款式一样,一种投资风格可能会连续走红一段时期,与此同时,另一种风格则会悄然无声;之后,情况又会转过来。价值型投资者在他们摇摇晃晃的投资对象逐渐走出低谷时,能够最早从经济衰退中得到解脱。而成长型投资者则在股市持续上涨阶段、人们的进取意识纷纷增强时,可以获得最好的处境。

投资者鉴明自己的基金经理人遵循哪种投资风格并不难。虽然不能准确预测将来可能会发生的事情,但是投资者通过在成长型和价值型两种类型之间分散投资,就可以减缓波动的幅度。这种组合在各种情况下都可以取得良好的业绩。

33."什么是投资小企业股票基金的最佳和最差时机?"

答:无庸讳言,投资者总是想在这些基金能够提高最大价值的时候下决心购进。通常,此时小企业股票的平均价格收益比率等于大企业股票(一般是标准普尔500种股价指数)的平均价格收益比率。特·罗华价格新视野基金和斯库德发展基金的有关文献中都包含有各自平均价格收益比率历史数据的图表。这些图表在基金招股说明书中也能够找到。当小企业股票的平均价格收益比率超过大企业股票相应数值的1.8倍时,是买进小企业股票基金的最差时机。

34."'有效市场'一词意味着什么?它有哪些含义?"

答:有效市场指的是股票能够按其真实价值出售的市场。在有效市场中,没有可利用的明显定价错误,因而投资者不可能实现超过平均水平之上的投资业绩。如果某投资者是有效市场理论的坚定信奉者,很可能向指数基金投资,因为这种基金持有一组有代

表性的股票并能最大限度地减少经营成本和应税所得。然而，有效市场理论到目前为止仍在争议之中。

35．“据说封闭型基金的折价或溢价水平可用作市场时机选择的一种指标。请问，它是怎样运作的？”

答：它并不是一种通用的指标，而只适合于共同基金的投资者使用。封闭型基金股票的折价或溢价数量反映出投资者的信心和敏感程度。当市场处于低谷、到处弥漫着悲观情绪时，由于人们都在抛售，封闭型基金的交易价格一般是在资产净值基础上按一个较大的折扣率计算。相反，当市场逐渐走向顶点时，折价也相应减少或者转向溢价。

有关封闭型基金的折价和溢价信息刊登在《贝龙》的公开交易基金部分和星期一的《华尔街日报》上面。国内股票基金的变化也是反映投资信心的一项指标。

五、股票基金

36．“股票基金有哪些特点？”

答：股票基金的长期投资业绩远胜于债券基金。过去几十年当中，股票每年的回报率都在10%左右。很难说债券基金在将来能使投资者有效地应付通货膨胀带来的威胁，特别是在考虑税收影响的情况下。投资股票基金是投资者应付购买力风险的最好措施。

37．“指数基金是如何运作的？它有哪些优点和不足？”

答：这些基金遵循着某种特定的指数，如标准普尔500种股价指数、拉塞尔2000种股价指数、威尔雪5000种股价指数以及摩根斯坦利太平洋资本国际指数。总体意图是尽力使基金业绩与某种指数的业绩相吻合，而不是将其超过。指数基金按某种指数的成份股比重购买相应的股票。通常采取“购买并持有”的策略，以尽可

能减少交易成本和基金的管理费用。

指数基金的购买对象主要是那些信奉市场有效性并打算采取一种"低成本＋长时期＋'购买并持有'"的投资策略的投资者。这种投资方法的一个前提是投资者市场运作的能力不致太差。这并非是无足轻重的假设，大量的股票基金都是因经营状况低于一般水平而终结。

投资者对指数基金的一个抱怨是这种基金过于枯燥乏味。但是赚钱能有什么枯燥的呢？最令人心潮澎湃的投资往往潜伏的危险也最大。

38. "有没有什么办法可以使基金的业绩超过市场平均水平？"

答：有的。有些基金经理人确实具有罕见的挑选股票能力。此外，研究也表明：如果向某些类别的股票投资，能够获得出色的业绩。其中包括按较低价格收益比率和较低价格面值比率出售的股票。选择小企业股票也有望得到高于一般水平的收益。

39. "通过贴现经纪人交易共同基金各有什么长处和短处？"

答：这种交易方式主要为那些打算在不同的基金族之间快速转移投资、规模较大且比较活跃的投资者所使用。由于投资者自营个人退休金帐户或基奥计划时所有的基金投资都存放在同一个帐户中，因此通过贴现经纪人交易可以大大简化投资记录，同时还能使投资行为本身变得更为经济。当然，通过经纪人交易需要付出一定的交易成本，因为此时投资者面对的并不是一家纯粹的不收费基金。

六、国际股票基金

40. "为什么有必要进行国际股票投资？"

答：当今世界60％左右的股票市值在美国境外。在过去20年

中，许多股市的行情要好于美国的股市。投资者向国际股票投资，能够获得可观的增值机会。

此外，不同国家的股市一般不会有一致的变化趋势，因此在国际间分散投资有助于降低投资的不稳定性。投资单个国家的股票确实面临着巨大的经济、政治和股市风险，但是这些风险可以通过在各国间分散投资来降低。

41. “投资国际股票难道是爱国的行为?”

答：这只是一种缺乏远见的狭隘认识。狭隘之处在于，投资国际股票没有为本国就业增加资金而是向外国企业的发展和盈利提供了资本。

用今天的眼光来看，这种认识确实过时了。世界正在变得越来越小，国际间的联系也越来越紧密。国际投资并不是单向的，外国人正像我们将资金投往他们的国家一样，也正在向我们的国家投资。同时，购买外国证券能够增加对外国货币的需求，进而导致美元币值下降，从而提高美国产品在国际市场上的竞争力。还有，其他国家越来越繁荣，也就能够购买越来越多的美国产品。

目前，许多外国企业雇佣了美国工人，还有大量的美国企业正在国外设立自己的生产厂家。分清哪些是纯粹的外国企业哪些是纯粹的美国企业也正变得越来越困难。

42. “若想尝试一下国际投资，哪种起步方式比较好一些?”

答：首先需要牢记的是基金投资组合中包含的国家越多，投资的分散性也就越高。一家只投资日本股票的基金，其风险必然高于向十几个甚至更多个国家股市投资的基金。同样，大型外国蓝筹股比那些小型外国股尤其是发展中国家的股票要更安全一些。国际股票基金中风险最大的应是拥有一国小型股票的封闭型单国基金。

绝大多数投资者向国外投资时，起步阶段应选择那些以多个国家的绩优股为投资对象的全球或国际股票基金。全球基金不同

于国际基金之处在于全球基金投资外国股票的同时也持有美国本国的股票。也即在任何时候，全球基金都或多或少持有一些美国股票。

43. “什么是区域基金？它们应如何使用？”

答：区域基金是指集中向欧洲、亚太及拉丁美洲三者中某一个区域投资、高度专业化的国际基金。在目标区域内，这种基金向一系列国家的股市投资，少到三四个，多到十几个。

区域基金的出现是外国股市不断发展、进入程度不断提高的结果。它主要吸引那些对特定区域的股票感兴趣的进取型投资者。例如，某投资者若认为欧洲的股票能够带来最多的增值，就会将其股票投资全部转向欧洲。区域基金的投资分散性弱于全球基金或国际基金，因而其风险自然也要更高一些。

44. “为什么汇率会波动？这些波动对外国股票基金的投资者有哪些影响？”

答：汇率的上下波动就像香蕉、石油或其他商品价格的变动一样。汇率变动的原因是供求状况的改变。如果需求增加而供给不变，则价格就会上涨。一国货币的供求状况与它的国际贸易余额（即出口与进口之间的差额）、外国净投资（即外国向本国投资与本国向外国投资之间的差额）和其他因素高度相关。大银行、跨国公司、货币基金经理人、投机者和旅游者都是每天货币市场上的主要交易者。

假设 A 国有较高的贸易盈余（即出口大于进口）并且利率也比较高，因而吸引着外国资本前来投资。投资者需要用 A 国货币来支付各项开销和进行实际投资，这样 A 国货币就将面临强劲的需求。如果投机者感到这种货币还有望进一步升值，就会不断地报出更高的卖出价格。

国际基金的长期投资者不必担心汇率的变动。汇率变动所致的利得和损失最终会逐渐互相抵消。另外，汇率的变化也很难预

料，因此，我们并不建议投资者从短期投机的目的购买外国股票或外国债券基金。

七、债券基金

45.“收益率和总报酬率有什么区别?”

答：收益率计算的是投资的收益能力，一般按购进价格的百分比形式表述。总报酬率则是将投资的价格与收益结合起来考虑。

假设某债券在年初的价格为100美元，到年底时价格降至80美元。该年当中，支付利息为10美元，则此债券的收益率为10%(10美元/100美元)。但是，价格却下跌了20%，所以总报酬率为-10%。

总报酬率综合了各种情况，是分析投资业绩最重要的指标。

46.“什么是按年率计算的30天收益率?”

答：该率是用来比较各个债券基金之间收益水平的一项标准投资收益率。该率的计算按照证券交易委员会制定的一项公式进行，自1988年开始投入使用。在此之前，各基金为吸引那些不了解情况的投资者纷纷采用对自己最为有利的计算公式。

由于进行了一些特殊的调整，按年率计算的30天收益率要比过去各基金使用的收益率更为复杂。简言之，该率以一家基金持有的各种债券在过去30天内的平均收益为计算基础。它表明在假设基金所持全部债券都将持有到期的情况下，到期能够得到多少收益。

47.“债券基金投资者所面临的最严重风险是什么?”

答：这些风险主要有以下几种：

(1)利率风险。即利率上升时，现有所有债券的价格都将下跌。长期美国国库券和市政债券的利率风险最大。这种风险在利率水平较低且具有较大上升潜力的情况下最为严峻。

（2）信用风险。也称为违约风险，指债券发行人无法及时或全部支付利息或偿还本金。信用风险是高收益债券基金面临的主要问题，特别是在经济环境不断恶化的时期更为严重。

（3）购买力风险或通货膨胀风险。通货膨胀可以吞噬固定收益所带来的购买力，所有债券基金的投资者都不能忽视这种风险。因此，长期投资者尤其是那些退休者需要适当进行一些股票投资。

48. “一家债券基金突然取消了每月支付的股息。这是否意味着该基金遇到了麻烦？”

答：不一定。这种情况多发生在利率下降的时期。当利率下降时，一家长期高收益债券基金将面临两种情况：

（1）由于银行利率和金融市场基金收益下降，新的现金不断涌入。如果基金经理人不将这部分新进款项投向风险更高的债券，就必须投资于收益率较低的债券。因此，这种情况将从总体上降低整个基金的收益水平。

（2）基金中的一部分债券极有可能被提前赎回。结果，要么债券发行人用低息债券替代这部分债券，要么基金经理人将债券发行人支付的款项再投资于收益率更低的债券。

在上述两种情况下，基金经理人最好的选择便是降低基金的股息支付水平。否则，基金将不得不用本金来支付股息，显然，这种做法将损害基金的长期收益潜力。

从另一方面考虑，利率下降将导致债券价格上升。因此，在基金收益率下降的时候，总报酬率却会大幅度增加。如果投资者依靠基金发放的股息来维持生活，那就必须赎回部分持有的基金股票。

49. “投资者如何了解收益率曲线的变化趋势？”

答：《投资者商业日报》和《华尔街日报》的 C 部分都提供这方面的信息。收益率曲线综合不同期限国库券的收益水平，因而能够反映利率的总体状况。通过观测短期、中期和长期国库券彼此之间的收益率关系，投资者可以大致把握收益率曲线的具体形状。例

如，若短期、中期和长期国库券的平均收益率分别为4%、6%和8%，则可以推断收益率曲线是向上延升的。当利率相对较低且收益率曲线向上延升时，表明市场普遍预期利率即将上升。

50."联邦储备系统有什么职能？投资者为什么要密切关注联邦储备系统的政策？"

答：作为美国的中央银行，联邦储备系统决定着货币供给量，进而影响着整个经济系统的运行。货币供给量增加将刺激经济的运行，货币供给量减少则起相反的作用。

联邦储备系统通过公开市场业务、调整贴现率和调整银行储备金这三种工具来控制货币的成本和可得性。公开市场业务即联邦储备系统每天在市场上买进卖出国库券，是最重要的一项控制工具。

联邦储备系统买进国库券，等于将大量的现金注入经济系统，进而相应地增加货币供给。联邦储备系统卖出国库券的作用则正好相反。

联邦储备系统最直接作用的便是短期利率。这时因为短期利率比长期利率具有更大的波动性，进而对货币政策变化的反应也更敏感。另外，联邦储备系统还能直接影响一项关键的短期利率，这就是成员银行向联邦储备系统借款所支付的贴现率。如果联邦储备系统坚持实行一项宽松的货币政策，最终必然会使长期利率趋于下降，进而刺激企业界的资本投资。

投资者密切关注联邦储备系统政策，可以判明联邦储备系统实行的货币政策是宽松还是紧缩。一般来说，利率下降将直接导致债券价格上涨，通常还会引起股票价格的飙升。利率上升则带来相反的局面。因此，把握联邦储备系统的政策走向对投资者十分关键。

51."债券基金如何确定自己各项投资的价值？"

答：一般情况下，共同基金每天闭市时确定一次自己所持各

种投资的价值，也就像第一章中介绍的那样，计算资产净值的现值。

由于债券不是在有形市场中交易，所以很难像股票那样准确地确定自己的价值。在债券报价的传播中并不存在集中的控制系统。不同的企业参与债券交易，会有截然不同的报价。大部分债券并不频繁地交易，因此不知名的小型债券尤其难以确定价值。

要确定某种债券的价值，基金经理人可以在当天营业结束前直接向证券商询问该债券的报价。由于需要对数十种债券确定价值，债券基金可以雇佣一种定价服务。偶尔，这种服务提供的债券价格也会出问题。为此，有经验的基金经理人经常会做些检查以免造成过大损失。

八、投资内幕

52."共同基金公司的电话交易代表需要经过哪些训练、具备多少知识？"

答：这种人员应具备的条件没有统一的规定，但通常来说，要具有大学学历。许多应聘者是金融、会计或经济学等专业的大学生。目前，绝大多数的电话交易代表年纪较轻。

新职员上岗前要在基金公司内部经历一次内容比较广泛的职业培训。主要学习了解基金公司向投资者提供的各种投资产品和投资服务以及有关的投资概念和证券法规。在培训结束前，还要参加美国证券交易商协会(NASD)组织的第6系列和第63系列考试。主要是关于共同基金、变动年金和销售实践等方面的内容。

这种职业培训并不是一次性的学习。上岗后的交易代表还要不断与新形势相适应。有些人还专门在退休金计划、变动年金等特定领域从业。这些专业化的职员将对投资者所提的问题给出有深度的解答。

顺便提一句，当投资者与基金公司电话联系时，将会被告知此次通话正在被记录下来。这种做法的目的是保证交易记录的准确性。稍后一段时间，若投资者对某次交易发生质疑，基金公司将调阅有关的电话录音作为核查的证据。

53. “典型的基金经理人需要具有哪些背景条件?”

答：目前，关于基金经理人的背景条件没有正式的要求，但多数人具有名牌商科院校的MBA学位或相关的学位。一般来说，他们在基金公司内的职位是不断上升的，最初经常以分析人员的身份出现。正如我们所预料到的，他们当中的绝大多数人都非常聪明而且非常勤奋。道理很简单，如果不埋头苦干，就将为竞争所淘汰。

54. “投资者是否有必要知道谁是自己的基金经理人?怎样才能获取一名基金经理人的背景?”

答：可以理解，投资者总是希望自己投资的基金其业绩在市场整体水平之上。否则，还不如将资金投向一家低成本的指数基金。投资者获取专业化的投资管理并不免费，因而他们必然要为自己的投入索取尽可能多的回报。

知名、成功的基金经理人将被金融报刊描写得有声有色、接受电视节目的采访、其经历也会被作家写成个人传记。知名度较低的基金经理人也能引起新闻媒体的关注，只是没有那么广泛而已。尽管如此，要了解具体某一个人的详细情况却是比较困难。晨星公司在其出版的《共同基金原始资料集》中列出了它所研究的大多数基金经理人的个人基本简历。投资者要想知道更多的情况，可以直接向基金公司联系。例如，基金公司将会告知查询的投资者其经理人是否被报刊描写或者是否被新闻媒体以其他形式关注过。

55. “共同基金经理人手下是否有一组专业的分析人员?”

答：一般情况下是有这么一组人。基金经理人每天没有足够的时间去事必躬亲。所以，他们需要找一些人来做分析数字、挖掘事实等方面的工作。虽然有分析人员提供帮助，但最后的各项决策

还是由经理人来做出。正像我们在第三章中介绍的，有些基金设有两名或两名以上的经理人。

56. “一家基金的董事是哪些人？他们的职能有哪些？”

答：共同基金的董事或投资保管人主要是那些在商界、政界或学术界中经验丰富、声誉卓著的个人。董事会由5到11人构成，负责监督整个基金族里全部基金的运作。有些董事还是基金的顾问，但是按规定至少40%的董事应是独立的个人。股东可以投票选举基金董事，每股基金股份享有一票投票权。

基金董事在监督基金运营、控制基金内部潜在利益冲突尤其是基金各项费用的制定等方面发挥着重要的作用。他们只关注基金的各项重大方针、政策和举措的制定及实施，并不介入日常的运作。此外，董事还负责选择基金的顾问、更新基金的各项合同等事项。

然而，一些批评者也怀疑大多数基金董事究竟在基金运作中能够发挥多大作用。他们指出，在过去的许多年间，共同基金的规模不断扩张，投资者也期望规模经济能带来更多的好处，但是基金的各项费用却一直在缓慢地上涨。

57. “约束管理共同基金及其顾问的的法规有哪些？”

答：作为美国仅次于银行业和保险业的第三大金融产业，共同基金受到严格的管制和约束。在联邦政府一级，证券交易委员会负责监督各基金是否遵守以下四项法规：

(1) 美国《1933年证券法》。该法要求所有的基金股票在面向公众销售之前，必须在证券交易委员会注册登记。基金公司向投资者提供的基金招股说明书应符合证券交易委员会的有关规范，同时还要具有足够的准确性、时效性。此外，这项法规还管理基金广告的具体措辞。

(2) 美国《1934年证券交易法》。该法负责管制基金股票及其他类型证券的购买和出售。

(3) 美国《1940年投资顾问法》。该法负责约束基金顾问的各

项活动。

(4) 美国《1940年投资公司法》。该法的各项条款主要是用来防止基金公司内部各种利益冲突的发生。目的是消除该行业内的种种陋习、弊病。这项法规要求基金必须设有独立的资产保管人、禁止基金征收不合理的费用、强迫基金投资达到足够的分散程度，从而大大增加了基金资产的保险系数。

在上述法规之外，各州都还有自己的一系列共同基金管理法规。

58. "什么是期权？基金经理人如何运用期权？"

答：期权是指其合约持有者拥有的在指定时间内按指定价格买进或出售一定数量资产的权利。期权合约的买方要向卖方支付一笔权利金。

基金经理人一般利用期权买进或出售单个股票、股票指数和国库券。通常来讲，持有期权合约能够使基金的各项投资获得套期保值进而降低整个投资风险。也有一些基金经理人依据基金投资中的股票或债券方面的头寸情况，出售一部分期权，旨在获取权利金收入。

59. "什么是期货？基金经理人如何运用期货？"

答：除了必须在指定日期按确定价格买进或出售股票指数、国库券、外汇及其他金融工具外，期货与期权非常相像。

期货也可以像期权一样用来降低基金投资的风险。假设一家蓝筹股基金的经理人感到市场行情即将下跌。他不必出售大量股票以增加现金持有量，而可以利用股指期货进行套期保值。如果市场真的陷入混乱，则期货交易的所得可以弥补基金投资的部分甚至全部损失。

然而，问题是如果市场继续上涨，期货合约平仓所致的损失将会抵消基金投资的部分甚至全部所得。像期权一样，期货是非常有效的。但是，任何手段都不可能是包治百病的灵丹妙药。

60. “为什么在某州找不到某些共同基金?”

答：一家共同基金要在某州招募资金，除了须遵守联邦政府的证券法规，还应遵守所在州的有关证券法规。那些规模较大、知名度较高的基金族一般在全美50个州都对其所属的基金进行了登记。但是规模较小、成立不久、影响不大的基金从成本考虑通常并不是在各州都销售自己的基金股票。有些州每年向每家基金征收的管理费达到2000美元甚至更高。这样，那些对共同基金管理较为严格或者收费较高的州的投资者将不得不面临一个比较狭小的投资对象选择范围。实际上，大多数基金在全国境内都可以买到，所以这并不是一个严重的问题。

61. “为什么基金和基金公司要合并?”

答：积累财富是当今经济生活的基本目的。一家基金公司名下有400亿美元资产无疑要比只有20亿强。资产数额的增加意味着更大的规模经济、范围更广泛的基金和投资服务、更出色的经理人以及更多的营销实力。因此，合并和集中更多地是从经济方面着眼。

近来富兰克林集团收购坦普尔顿基金族是至今为止最大的一宗共同基金并购事件。富兰克林集团的长项是固定收入型基金，而坦普尔顿基金族则擅长全球股票投资。因此，这种结合可以大大增强这两家公司在几个方面的经营实力。基金投资业绩不良也能导致合并。因为那些以往投资业绩较差的基金并入业绩优良的基金后，过去不光彩的历史等于被彻底消除了。

62. “证券交易委员会推荐的混合型基金是什么?”

答：由于面临投资者随时的赎回要求，共同基金至少要将总资产85%以上的部分投向那些流动性较强、可随时转让的证券上面。相比之下，封闭型基金不须赎回基金股票，因而不存在这一问题。这也正是封闭型基金可以向交易量稀少、流动性较弱的小企业股票和外国股票大量投资的原因所在。但正如第一章中谈到的，封

闭型基金有可能在资产净值基础上折价出售。折扣价不断扩大不仅给基金管理当局造成麻烦，同时也是投资者面临的一道难题。

混合型基金正是在这种情况下得以引入。其实质是共同基金与封闭型基金彼此的一种妥协。混合型基金允许在一定范围内有限制地赎回已发行的基金股票。这样，基金就可以进行流动性较弱的长期投资。实际上，有些混合基金投资的股票目前甚至不能公开上市交易。同时，允许投资者在一定范围内按基金资产净值赎回基金股票还能减缓原先折价出售所造成的麻烦。

63. “什么是中心-辐条基金?”

答：顾名思义，这种基金由两部分构成。中心基金即实际意义上的股票基金或债券基金。它像普通的共同基金一样，只不过其买者是其他的共同基金。这些作为中心基金买者出现的共同基金就是我们所说的辐条基金。辐条基金一般通过银行向公众出售基金股票。中心基金即其所有的辐条基金都具有明确的投资目标。各个辐条基金的任务就是为中心基金吸引资金。

这种具有多用途的基金形式尽管在1990年才出现，但是发展却极为迅速。不同的辐条基金面向不同阶层的投资者，相应有不同的费用水平和服务项目。例如，某家辐条基金会收取前收费用，而另一家辐条基金却收取12b-1费用和或有延缓的销售费用。

未来，中心-辐条基金的用途将不会仅仅只限于银行领域。这种投资方式也会大大便利外国投资者对美国基金的投资。由于各辐条基金独立筹集资金，它还会享受到规模经济所带来的好处。

64. “投资者能否购买基金公司的股票?”

答：可以。目前有十几家基金公司的股票公开上市交易。其中包括：联盟、柯罗尼亚、德雷弗斯、富兰克林、伊顿·文斯、努文、先锋以及特·罗华价格等著名基金公司的股票。显然，购买共同基金公司的股票不同于向共同基金投资。投资者应当像投资其他一般股票一样认真研究各基金公司的股票。

九、其他选择

65. “何谓瑞埃普帐户？它与共同基金有什么区别?”

答：瑞埃普帐户是一种特制的有专人管理的股票或债券基金。针对个人投资，这种投资形式能够比共同基金提供更多的个别投资服务。瑞埃普帐户通常经由一名股票经纪人建立。这名股票经纪人帮助投资者寻找具有良好业绩记录的基金经理人并对其进行监督。这种帐户每年的费用平均为帐户内资产的3%，包含了基金的管理费用和各次交易的佣金。瑞埃普帐户的主要顾客是那些需要个别投资服务的比较富有的投资者。该帐户的最小资金规模一般在10万美元。

从概念上比较，一个瑞埃普帐户很像一家共同基金，但是后者却具有更多的优势。譬如，共同基金的经理人实际上是在社会各界无数双眼睛的注视下进行工作。他们的投资业绩要被独立的分析服务公司认真跟踪、仔细推敲，各项资产的现值每天还要在报纸刊登。相比之下，瑞埃普帐户的经理人却没有受到那么多关注。投资者持有一个10万美元的瑞埃普帐户所得到的个别投资服务可能并没有自己想象的那么多。情况很可能是，该投资者在其瑞埃普帐户的经理人眼里只不过是众多小客户中的一个。如果一个瑞埃普帐户的经理人同时还负责经营一家共同基金的投资(实际情况常常如此)，则投资者通过此瑞埃普帐户投资与经过那家共同基金投资实质上没有多少区别。更重要的是，在普通的共同基金经理人看来，每年3%的费率绝对是个惊人数字。此外，瑞埃普帐户经理人在交易中还能得到较高的证券商差价，而这种收益并不包含在3%的年费之中。

我们认为，大多数选择共同基金的投资者不会有什么损失。共同基金不仅有多种投资对象，而且还有大量优秀的基金经理人可

供投资者挑选。还有，由共同基金而不是单个股票或债券构成的新型瑞埃普帐户已经越来越受到投资者的青睐。如果投资者对瑞埃普帐户有兴趣，不妨先好好看一看它的费用水平并与共同基金做些对比。千万不要花冤枉钱。

66. "投资者在持有共同基金之外是否还应向封闭型基金适度投资?"

答：投资封闭型基金需要相当的投资技术。此外，投资者还应在一名股票经纪人之下开设一个帐户并懂得怎样下达交易指令才能尽可能地节约交易成本。

投资封闭型基金的最佳时机是基金在资产净值基础上以较大折价出售的时候。此时一般是熊市或每年年底。年底出现的抛售多数是出于避税的考虑。如果投资者能以15%或更高的折扣价买进一家高质量管理的股票基金，无疑是一笔极好的交易。这就好比用85美分甚至更少的现金购买价值1美元的资产。

67. "直接投资股票很富挑战性，也很刺激。请问，投资共同基金的同时还直接投资股票不妥吗?"

答：不一定。如果投资者有时间分析行情、监督上市公司经营并且一直没有失过手，当然可以选择直接投资股票。

若投资者已经直接购买了上市公司的股票而且喜欢这样做，无论如何要继续下去。但我们仍然认为，大多数人还是只投资共同基金时的情况会更好些。

68. "债券基金和单位信托基金之间有何根本区别?"

答：二者之间最根本的区别是债券基金有专人管理，而单位信托基金却不是这样。投资者很容易获得共同基金的各种信息并对其加以分析，这在一定程度上是因为基金的售价每天都会见报。所有的单位信托基金都有费用负担，但是大量业绩不错的债券基金却属于不收费基金。因此，尽管有一些管理费，但债券基金通常是最好的投资对象。

术 语 汇 编

帐户(Account)　记载股东与共同基金资金往来的正式记录。股东经常在收到交易确认书的同时，收到帐户结单。基金公司通常要求投资者保持某一最低限度(如1000美元)的帐户资金余额。

顾问(Adviser)　为某共同基金充当货币管理人的机构和个人。顾问一般根据被管理资产的某一比例(如1%)提取管理费。

政府机构债券(Agency securities)　由美国政府机构或组织(如政府全国住宅抵押信贷机构、田纳西流域行政当局等)发行的债券。可背书抵押债券是这类债券中最常见的一种。参见"可背书抵押债券。"

积极成长型基金(Aggressive-growth fund)　寻求资本最大限度增值的较活跃的基金。为增加收益，常使用投机性的经营策略。

α值(Alpha)　计量基金收益高于或低于预期收益程度的指标。较高的正α值显示基金具有良好的投资业绩；而较高的负α值则表示较差的投资业绩。

年金化(Annutization)　指计划在约定期限内定期获得现金支付。

年金(Annuity)　在约定的期限中定期的现金支付。参见"固定年金"和"变动年金。"

可变利率抵押权基金(ARM fund)　一种特殊的投资于可变利率抵押权的固定收入型基金。

卖出报价(Asked price)　证券商卖出某一种证券时所报的价格。对共同基金而言，卖出报价等于基金每股资产净值加所有前收费用。参见"买入报价"和"证券商差价"。

资产分配(Asset allocation)　在不同投资品如货币市场工具、债券、股票等方面进行投资组合所分配资金的比例。

资产分配基金(Asset-allocation fund)　在不同投资品如本国股票、外国股票、债券、货币市场工具、黄金、房地产等方面进行投资的基金。基金在这几类投资品投资的比例主要随基金经理人对前景变化的判断而定。

销售费用(Asset-based sales charge)　旨在支付基金的各种市场运作开销，由基金公司根据基金净资产提取的一项持续性费用。这项费用在基金的招股说明书中予以披露，提取比例每年不能超过0.75%。参见"服务费用"和"12b-1费用"。

自动投资计划(Automatic-investment plan)　一项能使投资者指定的一笔资金从其指定的银行帐户或支票转至基金帐户上的服务。

自动再投资(Automatic reinvestment)　使投资者的股息收入和资本利得根据基金当前的每股资产净值全部或部分再转变为基金股票。一种自动再投资计划可为投资者提供多种选择。例如，投资者可以选择仅以资本利得进行再投资，而把股息收入变为现金收回；或者也可以将这些所得在同一基金族内由一种基金转投向另外一种基金。

后收费用(Back-end load)　共同基金公司在投资者卖出基金股票时向其收取的销售费用。参见"或有延缓的销售费用"和"赎回费用"。

平衡基金(Balanced fund)　投资于股票和债券的共同基金。

国际收支(Balance of payments)　反映某一国家资金流入、流出总体状况的指标，包括国际贸易收支和国际资本借贷收支。一般来说，一国通货状况的变动往往与其国际收支的变动有关。

巴贝尔基金(Barbell)　主要投资于短期债券，通常是短期国债和长期债券，很少涉足中期债券的共同基金。

空头市场(Bear market)　指证券价格持续地下跌。

β值(Beta)　计量基金净资产变化相对于一种基础性的股票价格指数(如标准普尔500种股价指数)变动的活跃程度的指标。若β值高于1.0,表明这是一种活跃的或正在积极成长的共同基金;若β值低于1.0,则是一种较稳定或防御型的共同基金。

买入报价(Bid price)　证券商打算买入某种证券时所报的价格。对共同基金而言,买入报价也叫赎回价,等于基金每股资产净值减去所有的赎回费用。参见“卖出报价”和“证券商差价”。

蓝筹股(Blue-chip stock)　那些规模较大且经营业绩良好的企业股票。

蓝天法(Blue-sky laws)　又称股票发行控制法,指美国各州为管理股票的发行所制定的法律。该法规定凡未经法定程序注册的公司,不得出售股票。其目的在于防止凭空发行股票,对于欺骗性证券,州政府有权强制其停止出售或给予严厉惩罚。此法是共同基金在联邦政府颁布的有关法律之外还应当遵守的一项证券法。

董事会(Board of directors)　由基金股票持有人选举产生,负责监督共同基金的运营情况。主要任务是审核基金的各项费用是否合理以及投资顾问是否称职等。

债券(Bond)　一种承诺定期向持有人支付利息或息票,并到期偿还固定数额本金的负债工具。参见“零息票债券”。

自下而上分析(Bottom-up analysis)　许多共同基金经理人选择证券时常用的一项分析技术。它重点分析单个的公司,较少关注产业和经济的因素。参见“由上而下分析”。

市场广度(Breadth of market)　对价格上升与下降证券各自数量的累积性分析。市场分析家常通过此分析来判断市场的发展趋势。

投资临界点(Breakpoint)　投资者的投资数量每超过一个这样的临界点,前收费用就相应地降低甚至完全免除。共同基金的投

资临界点一般在招股说明书中列出。参见"投资意向书"。

多头市场(Bull market) 指证券价格持续地上涨。

择购期权(Call option) 赋予其购买者在限定的期限内，以确定的价格，买进一项特定资产(如股票)的权利的合同。参见"择售期权"。

提前赎回风险(Call risk) 指利息较高的债券在到期之前被发行人提前赎回而给持有人造成的风险。由于赎回的债券还能以更低的价格继续发行出去，所以在利率降低的时期，发行人提前赎回债券会损害持有人的利益。

资本利得分配(Capital gains distributions) 指共同基金实现的资本净利得在基金股东之间的分配。这项所得在每年的12月宣布，通常在次年的1月发放。

资本总额(Capitalization) 指一家企业股票的市值总额，此指标经常用来衡量企业的规模。计算方法是将企业股票的实际发行总数与每股当前的市价相乘。例如，某企业发行股票1500万股，每股现价10美元，则资本总额就是1.5亿美元，从而可知是一家小企业。

现金流量(Cash flow) 指新股东的资金进入共同基金。

支票签发特权(Check-writing privilege) 一项使投资者有权签发支票以平衡其共同基金帐户的服务。支票金额一般要高于某一最低数量，通常是100美元或500美元。这项服务只限于货币市场基金和债券基金。

A和B两类股份(Class A and B shares) 参见"弹性定价"。

克隆基金(Clone fund) 由于规模过大，一些共同基金不吸收新的投资。因而，便形成了一种旨在映射其他基金运作的共同基金。这便是克隆基金。

封闭型基金(Closed-end fund) 一种股票发行数量保持在相对比较稳定水平的投资基金。与属于开放型的共同基金不同，这种

基金并不向投资者发行新股，也不赎回已发行的股份。基金的股票像其他一般股票一样，在股票交易所或者通过场外证券市场交易，因此，投资者要购买或出售封闭型基金的股票必须经过一名股票经纪人。许多封闭型基金按基金资产净值的折扣价交易。另一些则按基金资产净值的溢价交易。显然这种交易方式为投资者提供了获取额外投资风险与投资回报的空间。

封闭基金(Closed fund)　一种不对新投资者开放的共同基金。这种情况通常发生在基金规模太大以至无法有效取得投资目标的时候。有时，基金公司为达到同一目的常常启动一种克隆基金。

企业风险(Company risk)　发生在企业身上的诸如卷入法律诉讼、营业不足、关键市场丧失等危险。由于广泛的投资能够较大程度地减少这种风险，因而共同基金的投资者不必对其担心。也叫"分散性风险"和"随机风险"。

复利(Compound interest)　参见"利滚利"。

固定率公式计划(Constant-ratio formula plan)　即投资者预先设定投资比例以在不同类型的基金之间获得理想的平衡。例如，一名投资者可在货币市场基金、投资等级债券基金、股息收入型基金、小企业基金和国际股票基金等上面各投20%。投资者定期监视这些基金投资组合的营运情况，如果与其目标差距较大的话，则重新调整投资结构。

或有延缓的销售费用(Contingent deferred sales charge or CDSC)　与12b-1计划相伴、关于证券商销售基金股票的一项后收费用。投资者在第一年中赎回基金股票，收取的这项费用最高，达到净资产的5%。其后，逐年递减一个百分点。通常在5年或6年之后，或有延缓的销售费用就完全取消了。

逆向投资者(Contrarian)　指独立分析并常常逆向投资(即在大多数投资者卖出的时候买进，在大多数投资者买进的时候卖

出)的投资者。

转换优先权(Conversion privilege) 参见"电话转换优先权"。

可转换债券基金(Convertible-bond fund) 指主要投资于可转换债券和优先股的共同基金。可转换债券兼有债权和股权的双重性质,当企业的经营前景较好时,就转变为普通股;当出现不妙的苗头时,还可以按债券转让。

公司债券基金(Corporate-bond fund) 持有投资等级公司债券或者至少BBB以上信用级公司债券的共同基金。高质量的公司债券基金通常只投资于A以上信用级的公司债券。此外,公司债券基金也可以向财证证券投资。

国家风险(Country risk) 指一个国家面临严峻的经济危机、政治危机,甚至重大的自然灾害。对投资于一个规模较小的新兴经济的单国封闭型基金而言,这种风险的危害最大。

信用风险(Credit risk) 常称为违约风险,指公司债券或市政债券的发行人经历可使其信用等级恶化的财政危机,有时,信用风险甚至可能是一次拖欠支付。国债通常被认为没有信用风险。

货币风险(Currency risk) 指那些外国债券、外国股票基金的投资者因美元相对于他们所投资债券的本币升值所面临的危险。

保管人(Custodian) 负责一家共同基金的现金和证券收付和保管等事宜的独立组织,通常是一家银行。

周期性股票(Cyclical stock) 指营业状况随经济周期波动的企业所发行的股票。汽车制造业股票是典型的例子。

证券商差价(Dealer spread) 指一种证券买入报价与卖出报价之间的差额。例如,某股票的买入报价是40美元,卖出报价是40.25美元,则其中相差的0.25美元就是证券商差价。较活跃股票的证券商差价往往要低于不活跃股票的相应差价。除经纪人佣

金外，证券商差价也是交易费用的一部分。

防御型股票(Defensive stock)　指产品需求比较稳定的企业所发行的股票。在经济衰退时期，这种股票收益要高于平均水平，因而其价值相对较稳定。主要包括：食品、制药、公用事业等企业发行的股票。

延期年金(Deferred annuity)　一种具有延期纳税的积累期或增长期的年金。变动年金是典型的延期年金。参见"即期年金"。

折价(Discount)　1. 指封闭型基金的股票在市场上以低于基金资产净值的价格交易。2. 指债券的价格低于其发行价或面值。

分销商(Distributor)　也叫承销商，指向证券商和投资者供应共同基金股票的组织。分销商先将股票售给证券商，再由其销售给投资者，或者直接销售给投资者。

分散型基金(Diversified fund)　指向众多股票或债券投资的共同基金。根据《1940年投资公司法案》，一家共同基金要成为分散型基金，至少要将75%的资产按下列规则进行投资：在任何一家企业的投资不能超过基金总资产的5%；持有任何一家企业发行的股票不得超过该企业股票发行总额的10%。目前，绝大多数的共同基金符合上述标准。参见"非分散型基金"。

股息支付率(Dividend-payout ratio)　指一家公司的收益中用现金支付股息的比例。此数值在0到80%甚至更多间不等。

股息收益率(Dividend yield)　指投资者每年所获的股息与投资市价之比。

美元成本平均法(Dollar-cost averaging)　指无论市场价格是升是降，投资者在固定的期限内都投资固定数量的美元（如每月200美元）。根据此方法，投资者在较低的价位上购进较多的股票，而在较高的价位上购进较少的股票。

双重定价(Dual pricing)　最简单的一种弹性定价形式。共同基金向投资者提供两种股票：A类股票和B类股票。实际上，等于

投资者有两种费用支付方式可供选择。参见"弹性定持续时间(Duration) 将债券到期时间和息票数量结合起来测量一种债券(或者固定收入型基金)对利率敏感度的方法。此值愈大,利率风险愈高。参见"利率风险"。

埃弗指数(EAFE index) 由摩根斯坦利资本国际公司提供的一种有关外国股票的价格指数。埃弗指数是关于欧洲、澳大利亚和远东地区1000多家大企业股票的价格指数。

有效市场(Efficient market) 一个资产能"物有所值"地销售的市场。由于错误定价的证券不会存在,所以投资者不能期望专业的资金管理人或其他任何人能比市场指数做得更好。有效市场的概念可能会引起争论,但是学术研究表明:市场富有效率最终会导致消极性投资或者指数基金的扩散化。

股票收入型基金(Equity-income fund) 投资于高股息收益率股票的共同基金。这种基金与成长收入型基金很相像,区别只是它更注重股票的股息收益率而已。

重大事件风险(Event risk) 指因公司债券发行人资本结构重新调整或者杠杆收购其他企业,而使企业债务负担增加,以致现有债券价值降低给持有人带来的危险。今天,重大事件风险的危险程度已大大低于本世纪80年代时的水平。

除权(Ex-distribution) 在基金将已实现的资本利得分配给股东后,实际上就等于除去了股息的分配权。投资者在除权日当天或之后购买到的股票将无权得到股息支付;基金每股资产净值下降的幅度与股息支付的数量相同。在除权日当天有关报刊的股市行情表中,除权基金的净资产前将加印一个"e"。除权与除息经常作同义词使用。

除息(Ex-dividend) 在基金将净投资收入中宣布发放的股息分配给股东后,实际上就等于除去了基金的股息。投资者在除息日当天或之后购买到的股票将无权得到股息支付;基金每股资产

净值下降的幅度与股息支付的数量相同。在除息日当天有关报刊的股市行情表中，除息基金的净资产前将加印一个“x”。除息与除权经常作同义词使用。

费用率(Expense ratio)　一项基金每年所有的费用，包括管理费、行政性成本以及所有 12b-1 费用，与基金净资产之比。投资者可在招股说明书中找到基金过去的费用率。

基金族(Family)　由一家基金管理公司控制的一组基金。尽管许多基金族里的备用品已经非常庞大，但大多数基金族还是包括一种广泛投资于股票、债券、货币市场等方面的基金。

费用表(Fee table)　列在基金招股说明书前面的一张表格，它详细说明股东应承担的各种费用以及超过一定时限后这些费用的变化对股东的影响。

固定年金(Fixed annuity)　在约定的期限内支付稳定的、相同数额的资金。

弹性债券基金(Flexible-bond fund)　投资于一系列债券并不断调整投资结构的基金。基金经理人并不受债券质量和债券期限的制约。也称为“混合型基金”。

弹性基金(Flexible fund)　资产可向任何方向投资的一种混合型基金。极端的情况是弹性基金将其全部的资产投资于股票，或者是债券，或者是短期债券。

弹性定价(Flexible pricing)　指一些通过经纪人销售股票的基金提供给投资者的一种费用支付方式。例如，基金的 A 类股票收取一笔前收费用和每年按净资产 0.25%计的 12b-1 费用，而 B 类股票不收前收费用，但每年要收按净资产 0.75%计的 12b-1 费用和一笔或有延缓的销售费用。一些基金还有其他类型的股票。

抢购优质证券(Flight to quality)　在市场态势不确定的时期，投资者失去耐心并将资金转投向质量较高的证券。例如，在经济逐渐滑向衰退的同时，垃圾债券与财政债券的差价也在逐步地

拉大，就属于这种情况。

401(k)计划[401(k)plan]　一种适用于雇主的非常盛行的薪金削减计划。这些计划附带有税收条件，其参加者常常选择共同基金作为一种或多种投资的选择。

403(b)计划[403(b)plan]　一种适用于某些慈善组织和公共教育系统雇员的薪金削减计划。这种计划的参加者常选择共同基金作为经常性的投资工具。

前收费用(Front-end load)　投资者在购买基金股票时缴纳的销售费用。在没有其他销售费用的情况下，法定前收费用最高按基金每股净资产 8.5%计。目前，大部分基金的前收费用是按净资产 5%或 5%以下计收。

基本分析(Fundmental analysis)　以股票发行企业、所在产业及整个经济等有关因素为评价内容的股票分析技术。大多数的基金经理人都组织基本分析。

期货或期货合同[Futures (or futures contract)]　约定在未来确定的时间、以确定的价格买卖某种特定资产的交易合同。基金经理人常常利用期货进行套期保值。

几何平均投资报酬率(Geometric-mean return)　指投资报酬率的加权平均数。共同基金的几何平均投资报酬率通常是指几年当中投资报酬率每年的平均数字。

全球债券基金(Global-bond fund)　投资于面值为外币的政府债券和公司债券的共同基金。当然，其中也包括一些美国的债券。

全球股票基金(Global-stock fund)　投资于那些企业——在许多国家(包括美国)设有分支机构或进行业务活动——的共同基金。

成长收入型基金(Growth-and-income fund)　拥有那些股票增值和股息收入均比较可观的大型企业所发行股票的共同基金。

成长收入型股票(Growth-and-income stock)　指价格上涨和股息发放均有一定潜力的股票。

成长型基金(Growth fund)　指拥有那些利润前景较好或正在改善的企业所发行股票的共同基金。这种基金首先考虑的是投资的升值。

成长型投资(Growth investing)　一种盛行的、致力于寻找那些收益有迹象高于平均水平的企业股票的投资方式。对潜力可观的企业,成长型投资者常常愿意付出数倍于实际收益或帐面价值的代价进行投资。

成长型股票(Growth stock)　指未来的预期收益有望超过平均水平的企业股票。投资者持有成长股票主要出于股票增值的目的而不是为了股息收入。新兴成长型股票是指那些规模较小、尚处于萌芽阶段的企业所发行的股票。

套期保值(Hedging)　一个关于风险减小策略的专用名词。一名基金经理人可通过把较大部分的投资转为现金来应付市场可能出现的下跌。另一方面,也可以卖出股指期货合约,即做一个短期的套期保值。这样,当市场下跌的时候,基金在股指期货合约上的所得就可以或多或少地弥补其投资价值减少而致的损失。

高收益债券(High-yield bond)　参见“垃圾债券”。

中心—辐条基金(Hub-and-spoke fund)　指银行为积聚资产和推销基金股票所采用的一种融资方式。中心基金进行证券投资,是其核心。辐条基金向投资者出售基金股票,并把资金投向中心基金。不同的辐条基金具有不同的费用水平。

混合型基金(Hybrid fund)　1. 同时投资于股票和债券的共同基金中的一种,如资产分配基金、平衡基金和可转换基金均属此类。2. 由证券交易委员会(SEC)倡议的一种新型的投资公司,兼有封闭型基金和开放型基金的特点。与封闭型基金相同的是,它将大部分资产投资于流动性较小的证券,不同的是,它允许投资者在预

先确定并可控制的基础上按资产净值赎回股份。

即期年金(Immediate annuity) 没有积累期的年金。即在年金合同一开始就支付年金。参见"延期年金"。

收入股息(Income dividends) 与资本利得分配相反，这部分收益来自基金持有证券所获得的股息和利息在扣除各项基金费用后的部分。债券基金通常按月支付收入股息。相比之下，股票基金则是不定期地支付这项收益。

收入比率(Income tatio) 指基金净投资收入与基金净资产总额之比。它是计量基金资产创造收入能力的一种收益率指标。此值可在基金招股说明书中找到，投资者应根据基金的经营目标对其进行检查和监督。

收入型股票(Income stock) 指支付较高股息的企业股票。公用事业股是一种典型的收入型股票。

指数基金(Index fund) 投资于由相同或相似、同属一种特定股价指数(如标准普尔 500 股指)的股票的基金。通过低成本、被动式管理的指数基金，投资者可以向目标指数进行投资。

个人退休金帐户[Individual retirement account(or IRA)] 对所有 70.5 岁以下薪金领取者实行的一项免税退休金计划。无论个人转进此帐户的资金是否享受减免税待遇，但其在此帐户内的资金投资所获的收益却可以延期纳税。共同基金是个人退休金帐户普遍选择的一种投资形式。

个人退休金帐户滚转(Individual retirement account rollover) 将资产从一种递延纳税退休金计划转至另一种递延纳税退休金计划的方式。投资者在某些 IRS 规则的制约下，可以将自己的资金从一项符合条件的企业养老金计划滚转至一个个人退休金帐户，也可以将资金从一个个人退休金帐户滚转至另一个个人退休金帐户。但是，投资者将自己的资金从一项符合条件的企业养老金计划转移至一个个人退休金帐户时，为保留某些税收优惠

利益，往往倾向于采用转移方式(transfer)而不是滚转方式(rollover)。在滚转方式下，投资者收到赎回的支票后，必须在60天之内进行重新投资。在转移方式下，投资者的资金可以在金融机构之间直接划转。

低效率市场(Inefficient market)　指存在证券错误定价的市场。基金经理人为增加股东的投资收益，总是想方设法地寻找市场效率不足之处。例如，一家规模较小、不为人所注意的企业没有被华尔街的证券分析人员充分研究就是证券市场的一种低效率。

利滚利(Interest on interest)　投资者将收到的利息(如定期收到的债券息票)再投资所获得的利息。

利率风险(Interest-rate risk)　指因利率上升而带来的债券价格下跌的危险。基金经理人一般通过计算基金的持续时间来判断其利率风险。参见"持续时间"。

国际股票基金(International stock fund)　指投资于外国企业股票的共同基金。与全球股票基金的不同之处在于，国际股票基金通常不持有美国公司的股票。

投资顾问(Investment adviser)　参见"顾问"。

投资公司(Investment company)　根据投资目标，将众多个人的资金集中起来进行一系列组合性投资、高度规范化的经济组织。一家投资公司可以按有限责任制、信托制和合伙制的形式组建。开放型基金、封闭型基金和单位信托基金都属于投资公司。其中，开放型基金是最普遍的一种类型。

1940年投资公司法案(Investment Company Act of 1940)　关于约束、监督投资公司运作的联邦立法。它要求所有的基金公司必须在证券交易委员会注册，并且向潜在的投资者提供招股说明书。其中，招股说明书应清楚地阐释基金的投资政策和风险因素。此外，该法案还对进入基金董事会的局外人的最低数量做出了明确规定。

投资公司协会[Investment Company Institute(or ICI)] 美国共同基金行业的全国性同业公会。投资公司协会既为其成员企业服务，也为政府机构、新闻媒介和广大投资者服务。

投资等级债券(Investment-grade bonds) 指信用等级被独立的信用评级机构评定在前四等的公司债券和市政债券。一般来讲，具有 BBB 及 BBB 以上信用级的债券均可以称为投资等级债券。

1 月效应(January effect) 指股票市场，尤其是小企业的股票，在每年 1 月份出现的强烈止跌回升现象。有人认为，新年伊始的这种现象是上一年 12 月份因赋税亏损性出售所致价格下跌的必然结果。

垃圾债券(Junk bond) 指被主要的信用评级机构评定的信用等级在投资等级以下(即 BBB 信用级以下)的债券。尽管这种债券许诺较高的收益，但是它们也具有信用风险较高和偿还不力等弱点。由于属于高收益债券，垃圾债券对经济环境的变化特别敏感。

基奥计划(Keogh plan) 一项适用于独立业主、业务合伙人及咨询专家等某些符合免税条件的行业自雇者的退休金计划。共同基金是基奥计划普遍选择的一种投资形式。

阶梯(Ladder) 一种持有到期日高度分散的债券的固定收入型基金。基金投资的目标是不同的时间区段上广泛分布投资。如果投资者将相同数量的资金分别投在短期、中期和长期的政府基金上面，实际上就已接近了一种阶梯基金。

意向书(Letter of intent) 指收费基金的投资者用来表述其计划在一定时间里(通常限制在 13 个月)向基金投某一数量资金的文件。

举债经营(Leverage) 也叫负债经营和杠杆经营，指借入资金以增加基金的投资回报。这种做法加剧了基金的不稳定性，因而

利弊兼有。

速动比率(Liquid asset ratio)　指股票基金的资产总额中现金及短期可变现证券所占的百分比。投资公司协会每月计算此比率。

流动性(Liquidity)　指投资资产转手的难易程度。投资者能够不受不利价格的影响较快地将流动性资产出售出去。

流动性风险(Liquidity risk)　指投资者必须在较短的时间内将数量相对较大的交换力较差或流动性较弱的证券出售出去所面临的危险。

经理公司(Management company)　典型的组织、管理基金的企业。管理公司除负责基金日常活动的管理,也常常充当投资顾问。

管理费(Management fee)　与基金管理相关的费用。这项费用在基金的招股说明书中列出,并随基金资产的增加而相应地减少。

市值总额(Market capitalization)　参见"资本总额"。

市场风险(Market risk)　1.指整个股市下跌的危险。基金经理人通常将较大部分的资产转化为现金或购买期货合约和期权合约进行套期保值以对付这种风险的威胁。然而,市场风险并不就此一种;当股指攀升的时候,袖手旁观也是一种市场风险。2.指债券价格随利率上升而下跌的危险,此意很接近"利率风险"。

市场时机选择(Market timing)　指当证券市场有迹象下跌时,投资者将资产在证券与货币资金两种形态之间转移以求尽可能地避免或减少损失。在任何时刻,时机选择者总是要么将100%的资产变成股票,要么将其变成货币资金。当退出市场的时候,他们就会冒失去一次多头市场的风险。因此,时机选择者经常在市场上升的时候出现投资业绩不足。

冲量(Momentum)　指证券价格、共同基金资产净值或其他

资产变化的加速度或减速度。一些积极成长型基金的经理人总是依据冲量指标选择证券。

晨星风险度量(Morningstar risk measure) 由芝加哥晨星公司出版的一种风险比较标准，主要用于分析共同基金各项潜在的损失。根据此标准，如果一家基金每月投资收益不能达到财政债券收益的现象愈频繁，投资业绩不足的程度愈深，风险也就愈大。

可背书抵押债券(Mortgage-backed securities) 指由一系列被保险的住宅抵押所附带的债券，如美国政府住宅抵押信贷机构债券(Ginnie Maes)。这种债券的本金是随利息一道分期偿还，而不像一般债券那样到期一次偿还。

可背书抵押债券基金(Mortgage-backed securities fund) 主要投资于各种可背书抵押债券的共同基金。

移动平均数(Moving average) 一种旨在反映过去价格和基金资产净值短期波动的平均数，投资者可以通过此数据预测这些变量的长期变动趋势。如果投资者得到一个关于每日价格的200天移动平均数，那么就能很容易地确定价格的长期变动趋势。

市政债券基金(Municipal bond fund) 将至少80%的资产投资于免缴联邦税的债券的共同基金。全国市政债券基金投资于全国范围内不同类型发行人、不同质量和不同期限的市政债券。州市政债券基金只持有一州的市政债券，因而该州居民从这种基金获得的利息收入可以免缴联邦税和州税。被保险市政债券基金是指投资于由独立的保险财团承保的市政债券的共同基金。全国市政债券基金和州市政债券基金中都有一部分属于这类被保险市政债券基金。高收益市政债券基金是指持有较低信用等级的市政债券的共同基金。

共同基金(Mutual fund) 截止目前，美国最流行的一种投资公司类型。共同基金也称开放型基金，属于有专家经营管理的基金。它随时准备向那些打算加入基金的投资者发行新股，价格是基

金资产净值加相应的销售费用；同时，它也随时准备赎回投资者打算转手的基金股票，价格是基金资产净值减相应的赎回费用。

美国全国证券交易商自动报价协会(NASDAQ)：是一种复杂的、覆盖大部分场外证券市场的价格形成系统。

美国全国证券交易商协会(NASD)：证券行业的一种自律组织，负责监督分销共同基金股票的经纪自营商。此外，它还管理经纪自营商销售共同基金股票时向投资者收取的销售费用。

资产净值转移(NAV transfer)　由佣金导向的基金族向那些投资者——打算把最近从其他收取佣金的基金抽回的资金重新进行投资的个人——提供的一种佣金免除。资产净值转移也称佣金免除，是由代表那些新投资者——不满于从其他经销商手中所购的共同基金——利益的经纪人或金融策划人发起的。

资产净值[Net asset value(NAV)]　指共同基金每股的现价或实际价值。计算方法是：将基金持有的全部证券的牌价汇总，再加上现金和所有应计收入，减去全部的负债，最后除以基金目前实际发行的股份总数。基金公司每天根据当日市场的收盘价计算基金的资产净值。

净资产(Net assets)　共同基金所有的现金和证券减去其各项债务后剩余的全部价值。

日经指数(Nikkei index)　日本最有影响力的股票价格指数。它对在东京股票交易所上市的225种主要股票进行跟踪分析。日经指数与道·琼斯工业股票平均指数一样，也是一种加权的价格指数。也叫"日经平均指数"。

不收费基金(No-load fund)　指不收取前收费用和或有延缓销售费用的共同基金。此外，基金运作过程中根据净资产提取综合销售和服务费用的比例每年不得超过0.25%。不收销售和服务费用的基金通常叫做完全不收费基金。

名义报酬率(Nominal return)　指固定收入型证券的票面

利率。

非分散型基金(Nondiversified fund)　指那些不符合《1940年投资公司法案》中有关分散投资条款的共同基金。根据国内税务局的要求，非分散型基金至少要将50%的资产按下列规则进行投资：对任何一家企业的投资不能超过基金总资产的5%；持有任何一家企业发行的股票不得超过该企业股票发行总额的10%。与之相比，分散型基金至少要将75%的资产按上述规则进行投资。参见"分散型基金"。

报出价格(Offering price)　参见"卖方报价"。

开放型基金(Opened-end fund)　共同基金的正式称谓。参见"共同基金"和"封闭型基金"。

每股简明财务报表(Per-share table)　指共同基金招股说明书中的一张简明分析基金在过去10年或整个发展过程中财务状况的数据表格。该表列出的主要信息有：基金的投资收益、实现和未实现所得与所失、收益分配情况以及费用率和投资组合周转率等几个关键的基金比率。

投资组合(Portfolio)　指同时投资于一系列不同的有价证券。在本书中常常用作共同基金的同义词。

基金周转率(Portfolio turnover)　参见"周转率"。

溢价(Premium)　1.指封闭型基金的股票按高于基金资产净值的价格交易。2.指债券的价格高于其发行价或面值。

提前偿还风险(Prepayment risk)　指可背书抵押债券的发行人在利率下跌的时期提前支付本金而给债券持有人造成的危险。这种风险是由利率降低而使越来越多的住宅所有人重新募集其抵押资金所致。

价格收益比率[Price-earnings ratio(or P/E)]　指每股股票的价格与收益之比。这种比率也用于计算某种基金或某种股价指数(例如标准普尔500种股价指数)的收益情况。

招股说明书(Prospectus)　此文件像投资者的个人手册一样,提供关于一家共同基金的必要信息。它阐释基金的投资政策、投资目标、投资风险和相关服务,提供有关基金的各项费用及包括过去投资业绩在内的重要财务数据等信息。

公开交易基金(Publicly traded fund)　参见"封闭型基金"。

购买力风险(Purchasing-power risk)　指投资者的投资收益难以弥补通货膨胀带来的损失。这是那些短期国库券之类较可靠投资产品的主要问题。普通股票基金能够提供最好的长期性通货膨胀防治措施。

择购期权(Put option)　赋予其购买者在限定的期限内,以确定的价格,卖出一项特定资产(如股票)的权利的合同。参见"择购期权(Call option)"。

随机走向(Random walk)　一项坚持股票价格短期变动不可预测的理论。学术研究表明,股票价格的波动,特别是每小时、每天和每周的短期波动,是不可预测的。随机走向理论甚至认为股票价格的长期变动趋势也是难以预测的。

实际报酬率(Real return)　指一种证券的名义报酬率超过通货膨胀率的部分。如果通货膨胀率远远高于投资者的预期,那么实际报酬率就是负值。显然,投资者的实际报酬率越高,对其越有利。

赎回费用(Redemption fee)　共同基金公司在投资者卖出基金股票时向其收取的费用。与或有延缓销售费用不同,赎回费用通常固定在较低的水平,如1%,并且还是持续性费用。相对来讲,这种费用并不常见。

赎回价格(Redemption price)　指投资者在向共同基金公司卖出其基金股票时采用的价格。它等于基金资产净值减去所有赎回费用。

区域基金(Regional fund)　一种在有地理范围限制的区域,如欧洲、亚太地区和拉丁美洲等,进行投资的外向型共同基金。

再投资优先权(Reinvestment privilege)　参见"自动再投资"。

再投资风险(Reinvestment risk)　指债券和债券基金的投资者不得不把收到的利息在利率持续下降的情况下进行再投资。零息票债券基金和目标到期日基金能够避免这种风险,因此,在利率下降的时候,这两种金融工具最为抢手。

滚动风险(Rollover risk)　指短期债券的持有人,包括金融市场基金的投资者,在利率下降的时候,不得不把其即将到期的债权滚动到收益持续下跌的投资产品上去。

R^2 值(R-squared)　共同基金的分析人员用来决策投资组合分散性的一个统计指标。如果 R^2 值接近 1.0,表明投资具有较高的分散性;如果 R^2 值接近 0.0,则表明投资具有较低的分散性。另外,较高的 R^2 值还意味着投资者应对基金的 β 系数持有较高的信心。

按年率计算的 30 天收益率(SEC annualized 30-day yield)　被所有共同基金公司用来报告其固定收入型基金收益水平的一种标准收益率。此数据每天根据证券交易委员会提供的一个复杂的公式计算一次。通过这个指标,不同债券基金的投资收益能力就具有了可比性。

部门基金(Sector fund)　将资产全部投资于某一特定产业或股票板块的共同基金。它是专业基金中的一类。

部门风险(Sector risk)　指市场的某一部门出现波动。

部门转移(Sector rotation)　指根据基金经理人对前景的判断,将基金的投资从某一产业或股票板块转移指另一产业或股票板块。

证券交易委员会([Securities & Exchange Commission (SEC)]　美国联邦政府根据《1934 年证券交易法案》设立的一个专门机构,负责监管包括共同基金和其他投资公司在内的整个证

券行业。

服务费用(Service fee) 用于支付那些已注册的代表人或其他为个人投资者提供投资咨询意见的经销商、根据净资产提取的一项持续性费用。这项费用的初衷是鼓励共同基金的经销商保持与投资者的接触,并不断为其提供帐户清单。共同基金的招股说明书对服务费用要予以披露,一般来说,每年此项费用不得超过基金净资产的0.25%。服务费用构成基金费用率的一部分。参见“销售费用”和“12b-1 费用”。

夏普比率(Sharpe ratio) 一项计算按风险调整的投资业绩指标。具体计算方法是将共同基金报酬率超出无风险利率的部分除以基金报酬率的标准差。

空头对冲(Short hedge) 指为弥补诸如股市的预期波动等风险所进行的期货交易。根据这种做法,基金经理人卖出(做空头)相关的期货合约。如果市场确实下跌,卖出的期货合约在买进平仓之后就可以带来一笔利润。

卖空交易(Short sale) 先将借入的证券卖出,等待以后在较低的价位上再将其买进,这样两次交易完成之后,即可获取一笔所得。卖空是一种投机策略,因为证券价格上涨将给交易者带来损失。

单一国家基金(Single-country fund) 指将投资定位于某一特定股票市场上有价证券的投资基金。一般而言,这种基金的风险要大于那些投资更广泛的基金。大多数的单一国家基金是封闭型基金,只有投资于加拿大和日本的基金才属于共同基金。

小企业基金(Small-company fund) 指投资于市值较小的企业股票的基金。这种基金的投资动机不是成长导向,就是增值导向。

专业基金(Specialty fund) 这种基金的投资导向比较特殊、狭窄,有时甚至不寻常。例如,避免向自己反对的某些企业或行业

(如烟草)投资的基金,期权收入型基金(option-income fund)和投资于美国特定地区的基金。部门基金是专业基金中的一类。参见"部门基金"。

投机性股票(Speculative stock) 一种风险性股票投资的对象,常常指那些规模小、不适应环境的企业或陷入困境的大公司的股票。声誉卓著的蓝筹股,如果价格上涨得离谱,也会成为投机性股票。

价差(Spread) 参见"证券商价差"和"收益率差"。

标准普尔 500 种股价指数(Standard & Poor's 500) 一种对美国 500 种大股票编制的按市值总额加权计算的股票价格指数。

标准差(Standard deviation) 一种测量基金每月收益率上下波动的统计指标。货币市场基金的资产价值较稳定,因而其标准差为零。较活跃的积极成长型基金的标准差多在 6%及 6%以上。

补充信息表[Statement of Additional Information(or SAI)] 共同基金公司披露的一份文件,也叫招股说明书的 B 部分。补充信息表详细阐释基金的投资政策、投资风险和其他事宜。此外,它还列出基金管理人员、董事会成员和主要持股人的名字。与招股说明书不同,补充信息表并不要求必须被送至每一个投资者。但是,基金公司可根据投资者的要求,免费提供这份文件。

拆卸债券(Strips) 指已标明利息和本金分别交易的一种债券。这种债券属于将普通的国债分割为利息和本金两部分所形成的零息票国债。

转换优先权(Switching privilege) 参见"电话转换优先权"。

目标到期日基金(Target-maturity fund) 投资于在某一特定年度到期的零息票债券,尤其是拆卸债券的基金。与债券一样,这些基金承诺在未来特定的日期,向投资者支付预先确定的收益。

税法变动风险(Tax-law risk) 指个人所得税的变动对免税市政债券和相应债券基金的价格和收益的影响。如果税率被削减,

市政债券能够提供给投资者的价值也相应地减少，所以其价格也就随之降低，而收益逐渐提高以至最终与新的税制结构相适应。

技术分析(Technical analysis)　证券市场分析人员经常进行的一种研究。具体过程是通过运用移动平均数和冲量等分析工具，根据证券近期的价格和交易变动状况，预测其以后的变化。

电话转换优先权(Telephone-exchange privilege)　指基金公司为投资者提供的一种服务，它能使投资者通过拨打免费长途电话、发出交易指令，从而将资产从某一基金族中的一种基金转移至另一种基金。

时间分散性(Time diversification)　通过增加投资的时间范围以降低投资风险的概念。由于股票市场长期体现的是较强的上涨势头，所以时间分散性对股票投资者的重要程度最高。

由上而下分析(Top-down analysis)　一项将视点集中在经济、产业部门和市场等方面因素上的粗略的投资分析技术。在投资的整个前景确定以后，投资者就可以挑选那些有前途的证券进行投资。参见"由下而上分析"。

总报酬率(Total return)　一项衡量投资业绩的最全面的指标。总报酬综合了基金资产市价的增减与其实际创造的收入或收益。

电话交易(Transcation by phone)　一项可使投资者通过电话买进或赎回基金股票的服务。基金公司根据投资者的指令，将相应的资金记入投资者银行帐户的借方或贷方。

过户代理人(Transfer agent)　负责处理基金股票的售出和赎回、保存股东记录、计算基金每日资产净值以及支付股息、分配资本利得等事宜的组织。通常是银行或信托投资公司。有些基金族内部就设有自己的过户代理机构。

国债(Treasury securities)　指美国政府发行的债券。主要有：短期国债(期限在1年以下)、中期国债(期限在1年以上、10

年以下)和长期国债(期限在10年以上、30年以下)。国债通常被认为是没有偿还风险的。

特里纳比率(Treynor ratio)　一项计算按风险额调整的投资业绩的指标。具体计算方法是将共同基金报酬率超出无风险利率的部分除以基金的β值。

周转率(Turnover)　一项反映基金买卖证券情况的指标。它等于基金一年内证券购进量或售出量中较小的一个值除以基金净资产的月平均值。如果周转率为100%,则意味着基金将原有的头寸平均持有了近一年。基金招股说明书的每股简明财务报表中列有过去历年的周转率数据。

12b-1费用(12b-1 fee)　经证券交易委员会批准、由基金公司向股东收取、用于弥补包括基金股票的销售费用和支付给推销员的劳务费在内的各项发售成本的一项费用。这项费用的设计初衷是帮助基金扩大资产规模,并从中获取规模效益。今天,美国一半以上的基金都收取12b-1费用。参见"销售费用"和"服务费用"。

承销商(underwriter)　参见"证券商"。

《向未成年人赠与统一法》[Uniform Gifts to Minors Act (UGMA)]　对那些以未成年人的名字在投资公司,常常是共同基金,开设的投资帐户进行监督和管理的法律。作为一项赠与,父母往往为子女开设一个投资帐户,而他们自己通常就是这个帐户的保管人。这项赠与是不可取消的。子女一旦步入成年(是18岁还是21岁,取决于各州的法律),就接手控制自己名下的投资帐户和资产。在有些州,这项法律也叫向未成年人让与统一法。虽然此法便于使用,但是投资者行动之前还是应当向自己的税务顾问进行详细咨询。

单位信托投资基金[Unit investment trust(or UIT)]　期限固定、无专家管理的投资基金。大多数这样的基金投资于固定收入型债券,尤其是市政债券和美国政府住宅抵押信贷机构发行的债

券(Ginnie Maes)。

美国政府债券基金(U.S. government bond fund) 主要投资于美国的财政债券和其他政府机构发行债券的基金。

价值平均法(value averaging) 指一种投资于基金股票的长期计划。它远比均价美元投资复杂。这种方法要求投资者应协调自己的各种交易,以使自己的帐户定期增加定量的资金(如每月200美元)。根据此方法,投资者应在价格下降的时候,购进较多的基金股票;而在价格上涨的时候,购进较少的股票。投资者甚至在基金资产净值显著上涨的时候,也可以卖出一些基金股票。

价值型投资(Value investing) 一种风行的、致力于寻找那些市价过低证券的投资方式。比之成长型投资者,价值型投资者倾向于购买以较低的盈利率,股本净值或其他指标倍数卖出的股票。

变动年金(Variable annuity) 包括一家被保险的共同基金在内的一种混合型投资方式。变动年金通过一系列不同投资目标的投资组合选择,提供可以延期纳税的价值增长。

威尔雪5000种股价指数(Wilshire 5000) 一种关于在纽约和美国其他股票交易所以及作为场外证券市场的美国证券交易商自动报价协会(NASDAQ)上市的股票价格指数。总起来看,该指数覆盖了6000多种股票。

电信过户(Wire transfer) 指投资者提供无线电在其银行帐户和共同基金帐户之间划拨资金的方式。此办法通常用于个人投资者急需在较短时间内,划转大量的资金。例如,根据当天基金收盘的资产净值,支付基金股票的买人款项。

提款计划(Withdrawal plan) 许多共同基金公司提供的一项可使投资者定期自动收到从自己的共同基金帐户划出的支票的服务。

收益率(Yield) 一项投资在1年内获得的收益与投资的市价之比。参见“股息收益率”和“按年率计算的30天收益率(SEC

annualized 30-day yield)"。

收益率曲线(Yield curve)　表示一组期限不同的固定收入型证券,常见的是短期、中期和长期国库券,在给定时点上收益率彼此之间的关系。由于期限较长的证券一般具有较高的收益率,因而,尽管该曲线有时也会平缓甚至倒转,但总趋势通常是向上倾斜。

收益率差(Yield spread)　指两种固定收入型证券,如高等级公司债券和垃圾债券之间,收益率的差距。精明的基金经理人常常在这些不寻常的、可观的收益率差具体化以后,从中受益。

到期收益率(Yield to maturity)　在投资者将债券持有一直到期满且债券发行人及时足额偿付本息的情况下,债券的复合年总报酬率。要实现这一回报,投资者必须将每次收到的利息,按与到期收益率相同的利率再投资。

零息票债券(Zero-coupon bond)　指不定期支付利息的债券。投资者到期得到的支付款项包括本金和应计利息。零息票债券通常按到期价值的折扣价出售。

附录一　如何计算考虑再投资因素的总报酬率

在将股息再投资的情况下，计算总报酬率需要知道每次支付的股息数量和即时的资产净值。基本上，投资者是按再投资价格计算其购买的更多的基金股票。

例如，假定一家小企业成长型基金的资产净值年初为每股 20 美元，年末为每股 22 美元。基金每股的分配为 4 美元，为便于分析，进一步假定所有的再投资价格按资产净值每股 21 美元计算。

投资者年初持有 1 股，期间积累了 0.19 股(即用 4 美元的分配除以 21 美元的再投资价格)。这样，该投资者年末就持有 1.19 股。

以下是考虑再投资因素的总报酬率的计算步骤：

第一步计算期末投资者帐户里的总价值：

(期末资产净值)×(期末持有股数)＝22×1.19
＝26.18

第二步计算期初投资者的总价值：

(期初资产净值)×(期初持有股数)＝20×1＝20

第三步将第一步得出的总价值减去第二步的计算结果：

＝26.18－20＝6.18

第四步将第三步的差值除以第二步的计算结果：

＝6.18÷20＝30.9%

考虑再投资因素的总报酬率为 30.9%，而未考虑再投资因素的总报酬率为 30%[(4＋22－20)/20]，显然二者并不相同。

附录二 如何计算几何年平均总报酬率

几何年平均总报酬率与复合年报酬率是一回事。基本上说，我们需要取出单个时期的业绩结果并将其用特定的公式予以平均。假定一家基金连续3年的总报酬率分别是15%、-20%和40%。则几何年平均总报酬率可用一个财务计算器计算获得。具体步骤如下：

第一步将百分比形式表示的总报酬率转化为小数形式表示。即将15%、-20%和40%变为0.15、-0.20和0.40。

第二步给每个小数值加上1.0。即第一步得出的三个小数值变为1.15、0.80和1.40。

第三步将第二步得出的三个值彼此相乘：

$$1.15\times 0.80\times 1.40=1.288$$

第四步再将第三步计算的积值开n次方除(n为第三步中彼此相乘变量的个数)。这样，将三个数值如法炮制，得：

$$1.288^{(1/3)}=1.088$$

第五步从第四步的计算结果中减去1.0后，再将差值变为百分比形式：

$$1.088-1.000=0.088$$ 或者8.8%

附录三　总报酬率的三种表示方式

1 年期以上的总报酬率，有三种表示方式：累计性总报酬率、特定初始投资（一般是 10000 美元）的“利滚利”结果、复合年报酬率。以下数值表明用这三种方式表示一个 15 年期总报酬率的若干差别。

使用一个财务计算器，投资者可以将一个较大的增长比例值或者美元数值转化为比较有意义的复合年平均报酬率——如果这一指标没有报告的话。假定我们知道一家基金 15 年期的累计性总报酬率为 1500%。那么，它相当于每年有多大的总报酬率呢？

累计性总报酬率	10000 美元初始投资的结果	复合年报酬率
1500%	160000 美元	20.30%
1000%	110000 美元	17.34%
800%	90000 美元	15.78%
500%	60000 美元	12.69%
300%	40000 美元	9.68%

第一步将百分比形式表示的累计性总报酬率转化为正常形式表示，即将小数点左移两位，如 1500%变为 15.00。

第二步给第一步计算的每个结果加上 1.0。例如，15.00+1.0=16.00。

第三步决定计算期共有多少年（n）。然后，用财务计算器算出第二步得出的数值开 n 次方后的结果。例如，16.00 开 15 次方等于 1.2030。

第四步从第三步的计算结果中减去 1.0 后，再将差值变为百分比形式：

1.2030－1.000＝0.2030 或者 20.30%

将基于一笔初始投资之上积累得到的数值转化为一个复合年报酬率更容易。假定一笔10000美元的初始投资15年后变为160000美元。虽然各种计算器有不同的一般操作方式，但是一般来说，可将初始投资（或现值）确定为10000美元、最终结果（或终值）定为160000美元、计算期定为15年。把上述三个变量输入计算器后可得到20.30%的复合年报酬率。

将基于一笔初始投资之上积累得到的数值转化为一个复合年报酬率更容易。假定一笔10000美元的初始投资15年后变为160000美元。虽然各种计算器有不同的一般操作方式，但是一般来说，可将初始投资（或现值）确定为10000美元、最终结果（或终值）定为160000美元、计算期定为15年。把上述三个变量输入计算器后可得到20.30%的复合年报酬率。